جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف – الجزائر-
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

إعداد الطالب:
نورين بومدين

إشراف:
أ.د/راتول محمد

لجنة المناقشة

أ.د/كتوش عاشور	جامعة الشلف	رئيسا
أ.د/راتول محمد	جامعة الشلف	مقررا
أ.د/بوكساني رشيد	جامعة البويرة	مناقشا
أ.د/دبوب يوسف	جامعة الجزائر 3	مناقشا
د/سحنون جمال الدين	المركز الجامعي تيبازة	مناقشا
د/مطاي عبد القادر	جامعة الشلف	مناقشا

السنة الجامعية: 2015/2014

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى :

- والداي سائلا المولى تعالى أن يرحمهما كما رباني صغيراً؛
- زوجتي الكريمة التي كانت سندا لي في كل حين بعده سبحانه وتعالى
- قرة عيني ولديّ العزيزين
- كل أفراد العائلة
- كل من ساهم معي في إعداد هذه الرسالة من قريب أو بعيد ولو بكلمة طيبة

الشكر

قال تعالى : ولئن شكرتم لأزيدنكم

فأحمده سبحانه على ما من به علينا من إتمام هذه الرسالة

كما أتقدم بالشكر الجزيل لسعادة الأستاذ الدكتور راتول محمد على تأطيره لنا وإسداء النصح لنا في كل أطوار البحث.

كما يشرفنى أن أشكر جامعة حسيبة بن بوعلى بالشلف التى مهّدت لنا طريق التحصيل العلمى.

الفهرس

العنوان	الصفحة
الإهداء	I
الشكر	II
فهرس المحتويات	III
قائمة الجداول	VII
قائمة الأشكال	VIII
المقدمة العامة	أ-خ
الفصل الأول أساسيات سوق الأوراق المالية	
تمهيد	1
المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية	2
المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية و مراحل نشأتها	2
المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية	10
المطلب الثالث: الوظائف الإقتصادية لسوق الأوراق المالية	13
المبحث الثاني: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية	19
المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية	19
المطلب الثاني: طرق التداول في سوق الأوراق المالية	24
المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية	28
المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية	35
المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها	35
المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية	38
المطلب الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	41
خلاصة الفصل الأول	42

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	
تمهيد	43
المبحث الأول: الإطار النظري للهندسة المالية	44
المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية و عوامل ظهورها	44
المطلب الثاني: أسس الهندسة المالية	47
المطلب الثالث: فلسفة الهندسة المالية و إستراتيجيتها	48
المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية المتداولة	51
المطلب الأول: أدوات الملكية	51
المطلب الثاني: أدوات الدين	57
المطلب الثالث: المشتقات المالية	62
المبحث الثالث: محفظة إدارة منتجات الهندسة المالية	90
المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية ونشأتها	90
المطلب الثاني: محددات بناء وطرق تسيير المحفظة المالية	93
المطلب الثالث: أنواع المحفظة المالية والسياسات المتبعة في إدارتها	96
خلاصة الفصل الثاني	98
الفصل الثالث : واقع أسواق الأوراق المالية العربية	
تـــمهيـــد	99
المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة و مؤشرات نموها	100
المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة	100
المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة	106
المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية الناشئة	110
المبحث الثاني: الإطار التنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية	120
المطلب الأول: الأسواق الأوراق المالية الخليجية	120
المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في دول الشام	131
المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا	144

المبحث الثالث: تحليل أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2003-2012)	160
المطلب الأول: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية خلال الفترة (2003-2012)	160
المطلب الثاني:تحليل أداء أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال الفترة (2003-2012)	167
المطلب الثالث: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية في دول الشام خلال الفترة (2003-2012)	173
خلاصة الفصل الثالث	180
الفصل الرابع: الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية	
تمهيد	181
المبحث الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية	182
المطلب الأول: العقبات الإقتصادية	182
المطلب الثاني: العقبات الهيكلية لأسواق الأوراق المالية العربية	189
المطلب الثالث: العقبات التنظيمية ،التشريعية والثقافية	196
المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية	198
المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية	198
المطلب الثاني:منتجات الهندسة المالية الإسلامية	201
المطلب الثالث: دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية.	216
المبحث الثالث:التجربة الماليزية نموذج لتطوير أسوق الأوراق المالية العربية	219
المطلب الأول:النظام المالي في ماليزيا	219
المطلب الثاني :سوق الأوراق المالية في ماليزيا	223
المطلب الثالث :دور المنتجات المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا	231
خلاصة الفصل الرابع	235
الخاتمة	236
قائمة المراجع	240

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
2 - 1	المقارنة بين الأسهم و السندات	61
2 - 2	مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع	76
2 - 3	مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	82
3 - 1	معدلات النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة والنامية خلال الفترة [2005- 2009]	107
3 - 2	القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]	111
3 - 3	نسبة القيمة السوقية بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة[2007-2012]	113
3 - 4	عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة [2007 -2012]	114
3 - 5	إجمالي قيمة التداولات في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]	115
3 - 6	نسبة التداول في بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]	118
3 - 7	تطور مؤشرات سوق الإصدار في دول الخليج خلال الفترة [2003-2012]	162
3 - 8	تطور مؤشرات سوق التداول في أسواق الأوراق المالية الخليجية خلال الفترة [2003-2012]	166
3 - 9	تطور مؤشرات سوق الإصدار في دول شمال إفريقيا خلال الفترة [2003-2012]	169
3 - 10	تطور مؤشرات سوق التداول في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال الفترة [2003-2012]	172
3 - 11	تطور مؤشرات سوق الإصدار في دول الشام خلال الفترة [2003-2012]	175
3 - 12	تطور مؤشرات سوق التداول أسواق الأوراق المالية لدول الشام خلال الفترة [2003-2012]	179
4 - 1	تطور معدلات التضخم في الدول العربية المدروسة خلال الفترة [2003 – 2012]	184
4 - 2	حجم الاقتصاد الخفي في الدول العربية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1999-2007).	185
4 - 3	تطور نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال الفترة (2003-2012)	186
4 - 4	تطور نسبة القروض المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال الفترة (2003-2012)	187
4 - 5	تطور معدل نمو الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال الفترة (2003-2012)	188
4 - 6	نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة [2003-2012].	189

4 - 7	مؤشرات حجم أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة ببعض الأسواق المتقدمة والناشئة خلال الفترة [2011-2012].	190
4 - 8	مؤشرات سيولة أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة ببعض الأسواق المتقدمة والناشئة خلال الفترة [2011-2012]	192
4 - 9	الأدوات المالية المتاحة في أسواق الأوراق المالية العربية (عينة الدراسة)	193
4 - 10	درجة التركيز في أسواق الأوراق المالية العربية (عينة الدراسة) خلال الفترة [2011-2012]	194
4 - 11	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات	203
4 - 12	تطور سوق الصكوك في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة [2007- 2013]	218
4 - 13	نسبة إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة [2005-2013]	231
4 - 14	تطور مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة [2005-2013]	233
4 - 15	تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة [2005-2013]	234

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1 - 1	مكونات سوق المال	7
2 - 1	الاستجابة للمعلومات في حالة الكفاءة الكاملة والاقتصادية	37
1 - 2	خيار شراء طويل الأجل	71
2 - 2	التعامل بخيار الشراء	72
3 - 2	خيار بيع طويل الأجل	74
4 - 2	التعامل بخيار البيع	75
5 - 2	خطوات عملية إعادة الشراء	88
6 - 2	أنواع المشتقات المالية	89
7 - 2	علاقة التنويع بالمخاطرة	93
1 - 3	حصة كل من أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة من القيمة السوقية الكلية خـــلال الفترة [2007-2012]	111
2 - 3	نسبة القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]	112
3 - 3	حصة كل من أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة من إجمالي قيمة التداولات خلال الفترة [2007-2012]	116
4 - 3	نسبة التداول في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]	117
5 - 3	تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة [2007-2012]	119

المقدمة

توطئة:

تؤدي الأسواق المالية دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية؛ و ذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية، وبالتالي فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية.كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها التمويلية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة

لذا فإن وجود سوق الأوراق المالية يعد فرصة هامة جدا لكل مستثمر،حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا.

و نظرا لهذه الأهمية التي تكتسيها الأسواق المالية سارعت معظم الدول العربية إلى إنشاء هذا النوع من الأسواق على غرار باقي الدول. ورغم مرور مدة زمنية معتبرة على إنشاء الأسواق المالية في معظم الدول العربية إلا أن الكثير منها لم تحقق الأهداف المرجوة من إنشائها، حيث لا زالت تعاني من التخلف رغم الجهود المبذولة والإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدى.و هذا راجع بدرجة أساسية إلى العديد من المعوقات التي حالت دون تحقيق فعاليتها.

تساؤلات الدراسة:

تأسيسا على ما سبق يتضح لنا أن مسألة تطوير الأسواق المالية في الدول العربية أصبحت الشغل الشاغل لدى القائمين على تلك الأسواق إذ تعددت الآراء والتوجهات التي تصب في هذا الباب.و في هذا الصدد فإلى أي مدى يمكن أن تساهم صناعة الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الأسواق المالية العربية ؟

من خلال السؤال الرئيسي ارتأينا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هو سوق الأوراق المالية وفيما تتمثل أهميته؟.
- ماذا نعني بصناعة الهندسة المالية؟ و ما هي أدواتها ؟
- ما هو أداء الأسواق المالية العربية مقارنة بالأسواق المالية الناشئة ؟
- ما هي المعوقات التي اعترضت نمو الأسواق المالية العربية؟
- كيف يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية أن تطور تلك الأسواق المالية العربية على ضوء التجربة الماليزية؟

فرضيات الدراسة:

- رغم مرور عدة سنوات على إنشاء أسواق الأوراق المالية في الدول العربية إلا أن أداءها لازال ضعيفا وهذا ما جعلها غير قادرة على تحقيق الأهداف المرجوة من إنشائها

- يعتبر ضعف الاستثمار في الأسواق المالية العربية نتيجة لعدم التنوع في الأدوات المالية المتاحة فيها.

- تعمل الهندسة المالية الإسلامية على تطوير الأسواق المالية العربية من خلال مجموعة من المنتجات المالية الحديثة.

- إن إدراج منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية العربية سيحفز المستثمرين على توظيف أموالهم في تلك الأسواق.لأنها تمتاز بالمصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية.

حدود الدراسة:

تعد مسألة تطوير الأسواق المالية العربية ذات أهمية كبيرة لذا تعددت المداخل التي يمكن من خلالها أن يعمل القائمين على تلك الأسواق على تطويرها.

ولعل من أبرز تلك المداخل هو تبني مدخل التنوع لتحقيق ذاك الهدف عن طريق صناعة الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية العربية،من أجل تجاوز المعوقات التي تحول فعالية هذه الأسواق في الاقتصاديات العربية خاصة في ظل التوجه العام نحو الانتقال من اقتصاديات المديونية إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

حيث تستند صناعة الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية إلى مفهومي الأصالة القائم على الضوابط الشرعية في التعاملات المالية،والمعاصرة الذي يستند إلى مفهوم التنويع الذي تطور مع الأفكار الجديدة التي جاء بها هاري ماركوتز عن التنويع Diversification وأثره في تخفيض المخاطر. واقتباس النظرية التمويل الإسلامية لهذا المفهوم وتطبيقه في مجال قرارات الاستثمار في الأسواق المالية يجعل المستثمرين يحققون هدفين في آن واحد؛أولهما رفع الحرج في تعاملاتهم المالية وثانيهما زيادة إيراداتهم وتخفيض المخاطر.

لقد تم تحديد فترة الدراسة من عام 2003 إلى 2012 لأن هذه الفترة شهدت إدخال العديد من الإصلاحات في الأسواق المالية العربية، إضافة أنها تتيح إمكانية تقييم عينة من الأسواق المالية العربية بشكل تشخيص معمق لها.

لذا ارتأينا دراسة الأسواق المالية العربية وفق ثلاث مجموعات هي :

- مجموعة دول الخليج : وتتكون من الأسواق المالية في كل من السعودية،قطر والبحرين
- مجموعة دول الشام: وتشتمل على الأسواق المالية في كل من الأردن، لبنان وفلسطين

ü مجموعة دول شمال إفريقيا:وتتمثل في الأسواق المالية في كل من الجزائر،مصر والمغرب

هذا وقد ارتأينا دراسة مدى إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في تطوير الأسواق المالية العربية باستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

أهمية الدراسة:

يعد تطوير أسواق الأوراق المالية العربية ضرورة ملحة،وذلك لجعل تلك الأسواق تؤدي دورها بفعالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال إيجاد موارد مالية مستمرة لتمويل الاقتصاد القومي. لذا فقد تعددت المداخل التي يمكن من خلالها تطوير الأسواق المالية العربية بما يسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة.

ومن هنا تبرز الحاجة إلى ما يسمى بصناعة الهندسة المالية كأداة مناسبة تتيح للمستثمرين تنويع محفظتهم الاستثمارية بما يؤدي إلى تفعيل جانبي الطلب والعرض في أسواق الأوراق المالية العربية، خاصة الإسلامية منها،كون أن هذه الأدوات المالية تعمل على استقطاب فئة من المستثمرين ظلوا محجمين عن الاستثمار في هذه الأسواق لأسباب شرعية. إذ أصبح المستثمرون بأمس الحاجة إلى محفظة متنوعة من الأدوات و المنتجات المالية التي تتيح لهم المرونة الكافية للاستجابة للمتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية كإدارة المخاطر المرتبطة بأنشطتها المختلفة

أهداف الدراسة :

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية :

- إبراز أهمية الأسواق المالية في توفير الموارد المالية اللازمة لنشاط المؤسسات بما يخدم إستراتجيات التنمية الاقتصادية و ذلك من خلال التعريف بهذه الأسواق.
- إبراز أثر صناعة الهندسة المالية الإسلامية في تلبية رغبات المستثمرين، كونها تتيح لهم تنويع محافظهم المالية في سوق الأوراق المالية التي تعد محطة هامة لضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.
- البحث في عوامل نجاح بعض الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية قصد الاستفادة منها في تطوير الأسواق المالية العربية.
- تشخيص أهم العقبات و المشاكل التي تواجه الأسواق المالية العربية و التي حالة دون تحقيق الفعالية الأهداف المرجوة من إنشائها.
- إبراز أثر إدراج منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تحسين أداء أسواق الأوراق المالية.

منهج الدراسة :

نظرا لطبيعة موضوع الدراسة، فقد اعتمدنا على المنهج الاستنباطي وأداته الوصف وذلك عند التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية، غير أن الدراسة لم تخل من أداة التحليل و ذلك عند رصد أداء الأسواق المالية الناشئة خاصة عند التطرق إلى الأسواق المالية العربية بهدف استنتاج العقبات التي تحول دون تطورها تعيق فعالية هذه الأخيرة و التي على أساسها يمكن إبراز أهمية صناعة الهندسة المالية الإسلامية في تطويرها.

الدراسات السابقة:

من أبرز المواضيع التي تناولت أسواق الأوراق المالية العربية نجد :

- **الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق :**

تتمثل في أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2003،من طرف الباحث وليد أحمد الصافي،وقد كانت إشكالية البحث هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية،وقد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول حيث خصص الفصل الأول لدراسة المبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية،أما في الفصل الثاني تعرض إلى أساليب الربط بين البورصات وفي الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية كأزمة المكسيك والأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا.كما تم تناول واقع الأسواق المالية العربية في الفصل الرابع،أما في الفصل الخامس فقد تطرق إلى أهم الإسهامات التي من شأنها أن تؤدي إلى تنشيط البورصات العربية.

ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحث أن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من مجموعة العوائق حالت دون تطورها،وبالتالي كان لزاما اتخاذ مجموعة من الإجراءات خاصة التنظيمية والتشريعية.كالربط بين البورصات العربية كآلية لتطويرها،وتفعيل دور البنوك في تطوير تلك الأسواق.

- **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها:**

عبارة عن أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006،من طرف الباحث بوكساني رشيد،حيث تدور إشكالية هذا البحث حول أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية و المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة.وقد قسم الباحث رسالته إلى بابين حيث تناول في الباب الأول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، إذ قسمه إلى ثلاثة فصول،تطرق في الفصل الأول إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية،أما في الفصل الثاني فقد تطرق إلى كفاءة ومؤشرات أسواق الأوراق المالية وأثر العولمة عليها.أما في الفصل الثالث فتناول فيه

أسواق الأوراق المالية في كل من الدول المتقدمة والناشئة.أما في الباب الثاني فقد تناول فيه واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها من خلال ثلاثة فصول ففي الفصل الأول عالج واقع أسواق الأوراق المالية العربية و في الفصل الثاني تطرق إلى أهم العقبات التي تعترض الأسواق المالية العربية،أما في الفصل الثالث فقد تطرق إلى آليات تطوير وترابط أسواق الأوراق المالية العربية.

وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها؛ إلى أن الأسواق المالية العربية تعيقها مجموعة من العقبات الاقتصادية،والتنظيمية وافتقارها للأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة.بالإضافة لضآلة الطلب في الأسواق المالية العربية، وضعف فرص التنويع.وقد اقترح الباحث مجموعة الاقتراحات لتطوير تلك الأسواق منها ما هو مرتبط بالجانب الاقتصادي كالعمل على تحفيز الادخار، والتوسع في برامج الخوصصة،وأخرى تخص الجانب التشريعي والتنظيمي.

- محددات النمو والتطور في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (1990-2004)

تتمثل في أطروحة دكتوراه مقدمة بالأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية سنة 2007،من طرف الباحث عطا الله علي عودة الله الزبون،وكان محور إشكالية البحث حول أسباب تدني مستوى الأداء للأسواق المالية العربية.وقد توصل إلى جملة من النتائج أهمها؛أن ضعف الأداء سببه قلة الادخار في الأسواق المالية العربية ،بسبب الخوف من الاستثمار فيها، ، إضافة إلى قلة الاستثمارات الأجنبية،وضعف فرص التنويع.مما يتطلب نشر الوعي الادخاري الموجه للأسواق المالية العربية،إضافة تشجيع الاستثمار فيها من خلال الإعفاءات الضريبية،والعمل على إدخال أدوات الهندسة المالية.

من خلال عرض الدراسات السابقة نجد أنها اشتركت في ضرورة تطوير الأسواق المالية العربية من خلال مجموعة من الإجراءات الاقتصادية،التشريعية والتنظيمية.

وعن دراستنا هذه فحاولنا معرفة مدى مساهمة المنتجات المالية الإسلامية في تطوير أسواق المالية العربية.

- آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية - دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة -

تتمثل في رسالة ماجستير مقدمة بكلية التجارة بالجامعة الإسلامية بغزة – فلسطين – من طرف الطالب خالد محمد نصار،وكانت إشكالية البحث حول الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، وغياب منتجات الهندسة المالية؟وقد توصل إلى جملة من النتائج أهمها: أن اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، أدى إلى انخفاض إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في السوق،وتجلى ذلك في عدم تدفق أوامر البيع والشراء بصفة متكررة

خلال جلسات التداول.وبالتالي هناك ضرورة لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بالسماح بإبرام عقود المشتقات المالية، التي تحقق التنويع الاستثماري، وتساهم في الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل في السوق على الأسهم العادية.

- Arab Capital Markets Development and Institutions:

بحث مقدم لـــ مجلة: Journal of Economic & Administrative Sciences Vol. 21, No. 1, June 2005 ،من طرف الباحثان ناجي التوني، مصطفى بابكر، وقد كان الهدف من هذا البحث الدراسة هو تقييم الكفاءة التشغيلية لأسواق رأس المال العربية، استنادا إلى عينة من الأسواق المالية العربية، بهدف توقع قدرتها على التنافس مستقبلا .وقد خلص الباحثان إلى نتيجة مهمة في تجربة تطوير الأسواق المالية العربية. مفادها أن تطوير المؤسسات المالية العربية يلعب دورا حيويا في نمو تلك الأسواق، ومع ذلك تظل أسواق المال العربية بشكل كبير غير متقدمة وصغيرة وغير فعالة بالمقارنة بدول نامية أخرى.

- Capital Market Development in North Africa: Current Status and Future Potential:

تتمثل في بحث مقدم من طرف الباحث Rodney Wilson لـــ African Development Bank عام 2012. وكان الهدف من هذه الدراسة هو تحليل معايير إدراج الشركات في عينة من أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا، وهل تلك تساهم المعايير في زيادة سيولة تلك الأسواق،وما مدى إمكانية تنويع الفرص الاستثمارية فيها.وقد خلص الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها؛ أن متطلبات الإدراج تبدو مقبولة في غالبية أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا،غير أنها تتصف بعدم التنوع في الأدوات المالية المتداولة، خاصة الإسلامية منها كالصكوك الإسلامية، إضافة إلى ضعف الاستثمار المؤسسي.

وهذا ما جعل القيمة السوقية لتلك الأسواق ضعيفة مقارنة بالأسواق المالية الخليجية التي تمتاز ببيئة أعمال نشطة عكس دول شمال إفريقيا.

أقسام الدراسة:

لقد إستهدفت هذه الدراسة دراسة مدى مساهمة صناعة المالية الإسلامية في تطوير الأسواق المالية العربية و قد قسمناها إلى أربعة فصول:

- الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

ذكرنا فيه تعريفا لسوق الأوراق لمالية وموقعها من أسواق المال، وأهميتها بالنسبة للأعوان الإقتصاديين وأقسامها مع الإشارة إلى تاريخ نشأتها. ونظرا لكون أن أي سوق لابد لها من توفر

الأطراف المتعاملين بها، كان لزاما علينا أن يتناول هذا الفصل الإطار الهيكلي لسوق الأوراق المالية حيث تطرقنا لمختلف المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

- الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تطرقنا فيه لمختلف الجوانب النظرية للهندسة المالية من حيث المفهوم والخصائص، ثم قمنا بذكر مختلف منتجاتها التقليدية متمثلة في الأسهم والسندات بأنواعهما، إضافة للمنتجات الحديثة المعبر عنها بالمشتقات المالية. مع ذكر أهمية المحفظة المالية في إدارة منتجات الهندسة المالية.

- الفصل الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تم التطرق فيه إلى ظروف نشأة الأسواق المالية العربية المدروسة وكذا دراسة أداء تلك الأسواق إعتمادا على بعض المؤشرات للوقوف على أهم الخصائص التي تتميز بها هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المالية الناشئة التي كانت محل دراسة لمفهومها وخصائصها بالإضافة إلى مؤشرات نموها.

- الفصل الرابع: الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية

استعرضنا في هذا الفصل مختلف العقبات التي حالت دون تطور الأسواق المالية العربية ومن أبرز تلك العقبات نجد أنها تعاني من قصور في تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها.كما تناولنا دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الأسواق المالية من خلال توفير أدوات مالية تعمل على تنشيط كل من جانبي العرض والطلب في الأسواق المالية،وفي الأخير تم دراسة التجربة الماليزية كنموذج يسترشد به في تطوير الأسواق المالية العربية من خلال صناعة الهندسة المالية الإسلامية.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

تـــمهيـــد

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ،فهي تمثل فرص إستثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية كما تهدف البور صات إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام الإنتاجي أو في إضافة وحدات إنتاجية جديدة.فمن خلالها تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية.وذلك بإصدار أوراق مالية في تلك الأسواق.

إن أسواق الأوراق المالية بمثابة سوق مثالي تتحقق فيه المنافسة الحرة وتحدد فيه الأسعار وفقا لقانون الطلب والعرض .لذا فإنها جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما بصفة مستمرة.من أجل هذا كله كانت سوق الأوراق المالية محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة. لذا كان لزام علينا توضيح ماهية سوق الأوراق المالية. ونهدف في هذا الفصل إلى إبراز المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق الأوراق المالية والدور الذي تلعبه في الاقتصاد وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

إن تحقيق النمو الاقتصادي، وضمان إستمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، إذ يرتبط بدرجة كبيرة بأداء و مردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني،وقصد توسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، ولا يتأتى لها ذلك إلا من خلال توفير الموارد المالية اللازمة سواء عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو تمويل استثماراتها من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي، وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر.

أما التمويل المباشر فهو الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور أفرادا كانوا أو مؤسسات أخرى بصورة مباشرة عن طريق سوق الأوراق المالية التي تلعب دورا هاما في تمويل المشاريع الاقتصادية في معظم الدول.و لمعرفة ماهية هذه الأداة الفعالة في إقتصاد أي بلد ارتأينا أن نتناولها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية و مراحل نشأتها.

يرتبط مفهوم سوق الأوراق المالية بما يوفره من رؤوس أموال لغرض إنتاج السلع والخدمات اللازمة للاقتصاد.ولقد كان لانتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض أثرا في إيجاد حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، مما أدى هذا إلى ظهور وتطور أسواق الأوراق المالية.

أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية

يعبر الاقتصاديون عن سوق الأوراق المالية (Securities Market) بعدة أسماء فكثيرا ما نجدهم يطلقون عليها بورصة الأوراق المالية (Stock Exchange)،وهذا هو المصطلح الشائع عند معظم الباحثين، في حين يسميها البعض بسوق رأس المال، وهذه التسمية ليست جامعة، لأنها تفرق بين سوق رأس المال الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل،وسوق النقد الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية القصيرة الأجل.بينما يطلق عليها البعض سوق الأسهم وهذه التسمية ضيقة لأنها لا تشمل الأوراق المالية المستحدثة، بل تنحصر في الأوراق المالية التقليدية.

مما سبق يمكننا القول أن سوق الأوراق المالية ما هو إلا جزء لا يتجزأ من سوق المال الأمر الذي يقودنا إلى ضرورة معرفة ماهية سوق المال وما مكوناته وذلك قبل التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية.

1- مفهوم السوق المالي:

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصة،و هناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط.[1]

فالسوق المالي هو مكان التقاء عارضي (المدخرين) بالطالبين لها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، و بالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج، إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) و توجيهها نحو مجالات الاستثمار، و ذلك بوضع حد لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين الناجمة عن كل أو بعض الأسباب الآتية:[2]

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

ما يلاحظ على هذا التعريف أنه أبرز أهم وظائف السوق المالي إلا أنه أغفل جوانب أخرى تمس جوهر السوق.

من خلال العرض السابق يمكن اختيار تعريف جامع لهذا السوق ودوره في النشاط الاقتصادي على أنه : السوق الذي يتم التعامل فيه بالأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات،وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق. وتؤدي هذه السوق دورا بالغا الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي.فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.

من خلال هذا التعريف للسوق المالي يتبين لنا أنه قسمان هما:

[1] عبد الغفار حنفي،.رسمية قرياقس، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001، ص 200 .

[2] صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 2000،ص 20 .

أ- السوق النقدي:

- تعريف السوق النقدي:

السوق النقدي هو سوق رؤوس الأموال القصيرة والمتوسطة الأجل[1] وبالتالي فهو الآلية التي يتم من خلالها إصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض و طلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام، و يتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل الحصول على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.[2]

- هيكل سوق النقد

يتكون سوق النقد من سوقين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منها وهما:

² **سوق الخصم:** يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، من أهمها: الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية)، القبولات المصرفية [i] BANKER ACCEPTANCE، أذونات الخزانة.

² **سوق القروض قصيرة الأجل:**وتتمثل في القروض ذات الآجال القصيرة التي تتراوح بين أسبوع وسنة كاملة.ويكون قوامها الأساسي المؤسسات والأفراد من ناحية، المصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى. وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوروبا (ألمانيا و إنجلترا) إلى ليلة واحدة، بحيث يتم تجديد القرض في كل يوم لليوم التالي، ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم.ومن الجدير بالذكر أنه كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم كلما تضاءل الحد الأدنى لفترة الإقراض القصير الأجل، وبالتالي تكون سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة. ومن المعروف أن سوق النقد في الدول المتخلفة لا تكون بالاتساع المشاهد في الدول المتقدمة وذلك لعدم توافر فرص الاستثمار المأمون لفترات قصيرة في هذه الدول فضلا عن أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها تسوى نقدا. و من التحليل السابق لسوق النقد نستنتج أن الالتزامات التي يتم تداولها في هذا السوق، تتمتع عادة بدرجة عالية من

[1] Christian et Mireille Zambotto ," gestion financiére finance de marché ", Dunod , paris 1997, p 04

[2] عبد النعيم مبارك، محمود يونس، النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 133 .

i القبولات المصرفية هي سحوبات زمنية مقبولة أو مكفولة من مؤسسة تنشأ عن التجارة الداخلية أو الخارجية . ويتم تداول القبولات المصرفية كإحدى أدوات السوق النقدية، ويتم تداولها عادة بخصم معين من قيمتها الاسمية.

الأمان لكونها تعتبر أصلا عن نشاط مقترضين ممتازين (الحكومة والمؤسسات الكبيرة والأفراد ذوي الملاءة المالية والسمعة الطيبة) وكذلك لأنها توفر سيولة كبيرة لحاملها بحكم قصر أجلها فضلا عن أنها تعتمد على عنصري البساطة والسرعة في التعامل (حيث يتم عادة إنجاز هذا التعامل هاتفيا أو بالتلكس أو من خلال شبكات الحاسوب).[1]

ب- سوق رأس المال:

هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال، فمن الاقتصاديين من يعرفه على أنه سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وينقسم إلى سوق أولي وهو سوق الإصدارات، وسوق ثانوي وهو سوق تداول الإصدارات، ويطلق عليه عادة البورصة.[2] ما يلاحظ على هذا التعريف أنه حصر سوق رأس المال فقط في عماليات البورصة.

كما عرف سوق رأس المال على أساس الوظيفة الاقتصادية له بأنه: تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد، تجميع و توزيع إدخارات الشركات و الحكومات إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية أو غير الإنتاجية.[3]

و نجد من يعرف أسواق رأس المال على أساس الأدوات المالية المتعامل بها فيه بأنها: أسواق تداول الأوراق المالية أو البورصات، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين، إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات.[4]

على ضوء ما سبق يمكن إختيار تعريف شامل لسوق رأس المال على النحو التالي: يقصد بسوق رأس المال ذلك النوع من الأسواق المالية الذي يهتم بالتمويل المتوسط والطويل الأجل اللازم لتكوين وإنشاء الشركات سواء كانت عامة أو خاصة إلى أن تبدأ في التشغيل والإنتاج وتكوين الفائض المالي اللازم للاستثمار ،سواء كان هذا التمويل عن طريق الإقتراض المباشر من المصارف والمؤسسات المالية،أو عن طريق إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات وغيرهما) في شكل الاكتتاب.

من خلال التعريف السابق نجد أن سوق رأس المال قسمان هما:

[1] إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك،" اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002،ص 127.

[2] Luc BENET.Ronald, " principe technique bancaire ", Dunod, paris 2001, page 320

[3] مروان عطون، أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث ، الديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول 1993 ص 16 .

[4] صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا ، المرجع السابق،ص 21 .

- سوق القروض المتوسطة والطويلة الأجل:

هي السوق التي تتم عملياتها عن غير طريق الأوراق المالية (سوق الإقراض المباشر)، وتتولى معاملات هذه المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، وبصفة خاصة البنوك المتخصصة.

- سوق الأوراق المالية:

عبارة عن سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات،وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة عن طريق الوسطاء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع مما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد. ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تشرف على تنفيذ اللوائح والتشريعات.،وتتحدد فيها الأسعار وفقا لمقتضيات العرض والطلب.[1]

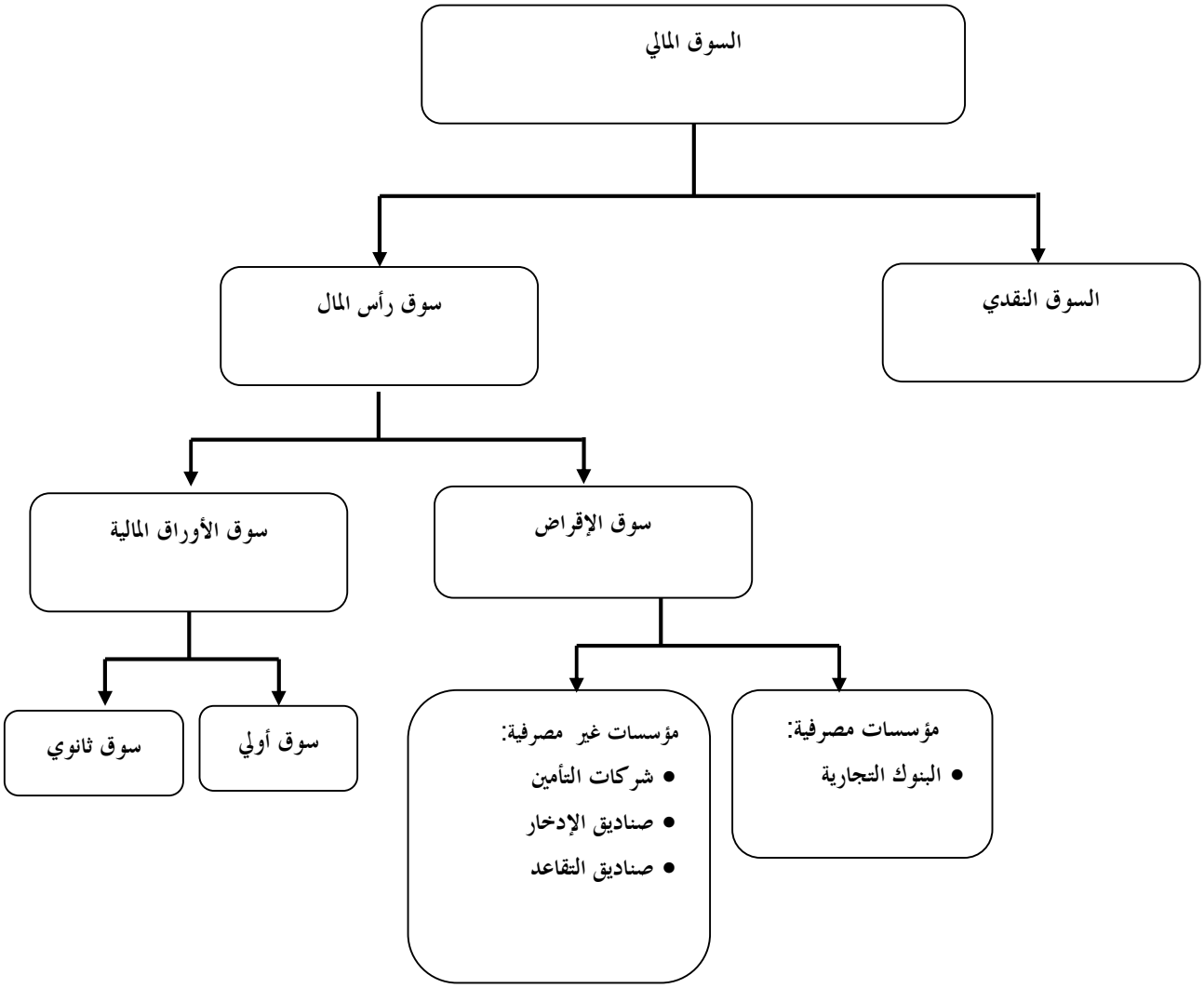
بالنظر إلى التعريف السابق نجد أن سوق الأوراق المالية يتألف من عدة عناصر أساسية هي:

- مكان يتم التعامل فيه على الأوراق المالية ويطلق عليه البورصة.
- يتم التعامل فيها عن طريق أوراق مالية متنوعة يتحدد سعرها وفق للعرض والطلب عليها.
- تخضع لقانون ينظم قيد وتداول هذه الأوراق المالية وأحكام عامة للمؤسسات والوسطاء الماليين المتعاملين فيها.
- تعتبر وسيلة سيولة لكل من المدخر والمستثمر فبدون سوق الأوراق المالية يصعب على المتعامل بيع أو شراء الأوراق المالية بسهولة ويسر وبسعر معقول.
- بمثابة قناة تمويلية تعمل على جمع المدخرات بين القطاعات المختلفة في المجتمع ثم تقوم بتوجيهها نحو مشروعات ناجحة وإستثمارات مفيدة،ومن ثم تنمو الثروة الكلية والجزئية فتتحقق التنمية الإقتصادية في البلاد.

ويمكن توضيح أقسام سوق المال من خلال الشكل التالي:

[1] خورشيد أشرف إقبال،سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية،مكتبة الرشد الطبعة الأولى،الرياض 2006،ص.29

شكل (1-1): مكونات سوق المال



المصدر: من إعداد الطالب استنادا للعرض السابق.

ثانيا: مراحل نشأة سوق الأوراق المالية

إن أول من عرف سوق الأوراق المالية هم الرومان في القرن الخامس قبل الميلاد، ثم مرت بمراحل حتى وجد مركز بيع وشراء الأوراق المالية في القرن التاسع عشر في فرنسا ثم تدرجت هذه الأسواق،واتسع نطاقها حتى أصبحت بالصورة التي هي عليها الآن.

و يعود أصل كلمة بورصة إلى اسم العائلة Van der Bürsen البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بروج Bruges مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع. وكان قد نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرز Anvers.[1]

وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم،لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل عليها. كما كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ و لم تكن قد سميت بالبورصات بعد؛ فعلى سبيل المثال كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامه. كما عرف تجار العرب بورصات السلع من خلال الشيخ بندر التاجر وتمويلها والاتفاق الآجل عليها.[2] كما أن الرومان كانوا أول من عرف الأسواق المالية وذلك بإنشاء collegin Marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا. إن ما يلاحظ من خلال إستقرائنا لتاريخ نشأة سوق الأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة الأوراق المالية أنها لم تنشأ بهياكلها ونظمها وإدارتها كما هو مشاهد اليوم بصورة فجائية، بل هناك مراحل لنشوء هذه السوق يمكن تقسيمها نظريا إلى أربعة مراحل:

1- مرحلة إنشاء بورصات البضائع

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن تموينا منظما بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فاقتضى وجود سوق عالمي للاتجار بالمحصولات الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل

[1] حسام الدين محمد،ما هي البورصة وفوائدها للشخص
http://www.islamonline.net/arabic/economics date de consultation: 10 / 04 / 2006

[2] محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ،إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية 1999، ص 23

خطر الاتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار فنشأت البورصات في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحصولان سميت ببورصة البضائع. فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 م، وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام عام 1608 م التي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع.[1]

2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول. وفي إنجلترا كان التعامل في سندات الائتمان سنة 1688 م، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599 م.

3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى الأرصفة:

خلال هذه المرحلة أصبح المتعاملون في الأوراق المالية يديرون معاملاتهم على الأوراق المالية على قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة.ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع،كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتجهون إلى المقاهي كمقهى جوناثان. وفي أمريكا في عام 1790 أصدرت الفيدرالية سندات الدين ، وكان التعامل بها في المقاهي والطرقات. وكان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ستريت Wall Street، ثم أنتقل التعامل إلى مقهى تونتين. وفي فرنسا قبل افتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع كانانبوا.

4- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، فمن البورصات التي اشتهرت في العالم واستقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر نجد بورصة لندن التي ظهرت في عام 1773 م، وكذا بورصة نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية.[2]

أما في فرنسا فتعتبر مدينة Lyon أول من نظّمت بورصة للقيم ثم جاءت بورصة تولوز وباريس وهذا عامي 1549 – 1963 على التوالي. لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا 08 سنوات بعد ظهور بورصة

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر المعاصر، بيروت 2001، ص 33 .

[2] ALAIN CHOINEL. GERARD ROYER, " le marche financier structures et acteurs", la revue banque éditeur, 7 eme edition,paris 1999, p 99.

باريس. أما في إيطاليا فقد تم إنشاء بورصة روما بإيطاليا عام 1566، ثم جاءت بورصة ميلانو عام 1808. وفي سويسرا تم إنشاء بورصة بال عام 1683، وفي فينا عام 1762 وفي بروكسل عام 1801 وفي مدريد عام 1831 .

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وفق المعايير التالية:

أولا- التقسيم على أساس التعامل:

وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1- السوق الأولي (سوق الإصدار):

السوق الأولي هو السوق الذي يتم فيه بيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم شركات قطاع الأعمال بطرح سندات أو بيع أسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمار الثابت، وهنا تقوم المؤسسات المالية ولاسيما البنوك كمتعهد لطرح هذه الأوراق.

أو هو السوق الذي تحصل منه الشركة على الموارد المالية لتمويل استثماراتها عندما تطرح أصولها المالية، ولذالك يعتبر سوق الاستثمار الحقيقي للشركة، وسوق الاستثمار المالي للشخص الذي اشترى الورقة المالية. فإذا قام الشخص الذي اشترى الورقة المالية ببيعها بعد ذلك في السوق الثانوي، فلن يوجد استثمار حقيقي، بل يوجد استثمار مالي حقيقي لأن السوق الثانوي هو سوق الاستثمار المالي وليس الاستثمار الحقيقي.[1]

كثيرا ما تلجأ المؤسسات إلى البنوك لتتولى نيابة عنها إصدار الأوراق المالية فيتم الاكتتاب عن طريق البنك لصالح المؤسسة، وهناك ثلاث أنواع من عروض الاكتتاب:

أ- **عروض الاكتتاب الكامل:** وفيها يلتزم البنك بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل ومهما كانت استجابة السوق.

ب- **عروض بذل أقصى جهد:** وفيها يلتزم البنك ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، ولكنه لا يقدم في النهاية إلى المؤسسة إلاّ ما توصل إليه اكتتابات فعلية مهما كانت نسبتها من إجمالي العملية.

[1] محمد أبو الفتوح علي الناقة،نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية الطبعة الأولى2001، ص 14

ج- العروض المزدوجة: ويلتزم فيها البنك التزاما نهائياَ بتقديم مبلغ معين (نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي يبذل فيه أقصى جهد.[1]

و تتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، فإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة ببيع هذه الأسهم فإن البائع للسهم في هذه الحالة غير الشركة التي أصدرت السهم لأول مرة.

2- السوق الثانوي (سوق التداول):

يقصد بالسوق الثانوية أو سوق التداول، السوق الذي تتداول فيه الأسهم والسندات بعد إصدارها؛ بمعنى آخر هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على الأسهم والسندات التي تم إصدارها ويكون تداولها بين المستثمرين. وفيها تقوم المؤسسات المالية مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار و شركات إدارة محافظ الأوراق المالية بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة. وأهم ما يلاحظ على هذه السوق أن ناتج عملية بيع الأوراق المالية لا يذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل يذهب إلى حاملي هذه الأوراق،لأنهم يتحملون الخسارة في حالة انخفاض سعر بيع الورقة المالية عن سعر شرائها، و يتحصلون على الأرباح في حالة ارتفاع سعر بيعها عن سعر شرائها.[2] كما أن هناك ارتباطا وثيقا بين كل من السوق الثانوي والسوق الأولي، فلولا السوق الثانوي لتأثر السوق الأولي من خلال إحجام الأفراد عن الاكتتاب في الأوراق مالية المصدرة حديثا، وفي المقابل لا يمكن أن يكون هناك سوق ثانوي ما لم يكن هناك سوق أولي،لأنه المورد الأساسي له من الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية.

ثانيا- التقسيم على أساس التنظيم:

وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1- الأسواق المنظمة:

هي تلك الأسواق التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد من أمثلتها بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم New York Stock Exchange (NYSE) وهي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم والتي يطلق عليه أحيانا بالمجلس الكبير حيث تتعامل في حوالي 80 % من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة؛[3] مع ملاحظة

[1] سعيد سيف أبو الفتوح النصر، دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2000، ص 288.

[2] عبد المنعم التهامي، مقدمة في الإستثمارات والمنشآت المالية،مكتبة عين شمس،القاهرة 1991، ص 103.

[3] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية 2002، ص 95 .

أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام. وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة كما أنه يتعين على الشركة المقيدة بالبورصة نشر التقارير المالية الخاصة بها.

2- الأسواق غير المنظمة:

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة Unorganized Markets على المعاملات التي تجرى خارج البورصات أو المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، وترجع هذه التسمية تاريخيا إلى أن البنوك كانت تتولى دور الوسيط الأساسي في عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها.وقد تم الاحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر.[1] ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين. فمن خلال شبكة الاتصال يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة و التجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر.

ثالثا: التقسيم وفقا لأطراف التعامل:

وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1- السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث The Third Market قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة و إن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. و هم على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق بأي كمية مهما كان حجمها. وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي يتم تداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث.

[1] محمد صالح الحناوي،جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002، ص 68.

2- السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع The Fourth Market المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، و ذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. ويتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف أو الحاسوب. ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل فيها. ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه لها المستثمر أمواله. بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، و من ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، التي قد يحصل عليها بمجرد إبرام صفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته. و في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر.

المطلب الثالث: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

إن لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة للإقتصاد الوطني لما لها من أثر في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل خطط التنمية ويمكن تصنيف هذه الأهمية إلى نوعين هما:

أولا: الأهمية المالية لسوق الأوراق المالية

لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة.و لجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بالتالي فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح وتستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل و عليه فإن البورصة تؤدي دورا مزدوجا إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

1- بالنسبة للمستثمر:

يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق العائد المتعلق بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين والمعنويين المستثمرة في شكل أسهم وسندات، و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا

لظروفه الطارئة و التي لا تحدد بزمن معين كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.[1] إذا فحامل السهم لا يمكنه استرجاع مدخراته من الشركة التي يساهم بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الاقتصادية و تبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة، و عليه فلحملة الأسهم الحق في التنازل عنها لغيرهم بالبيع في البورصة، و بهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن من ناحية العرض والطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة و الاحتياجات الخاصة.

2- بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية:

الحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها.و عليه فإن القيد بالبورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحيتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الاطمئنان و الثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و احتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية، التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدرا للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى.

هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة ؛ إذ تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال إيجاد السيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها . ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم. ومن خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 09 .

ثانيا: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة و العامة و هذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجهه نحو الانتعاش و تسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية من خلال العناصر التالية:

1- إتاحة سوق مستمرة:

تتيح سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة وحرة، الأمر الذي يمكن المتعاملين من بيع وشراء الأوراق المالية حسب رغباتهم،مما يزيد درجة تسويق تلك الأوراق وبالتالي زيادة درجة سيولتها.الأمر الذي يتيح للمتعامل تسييل الأوراق المالية بسرعة،مما يشجع على الاستثمار فيها وعدم التردد في شراء الأوراق المالية.[1]

2- تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية المطروحة فيها من خلال قانون العرض والطلب.

3- استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية:

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها؛ منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها.حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول.

و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.[2]و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

[1] جميل توفيق، الإستثمار وتحليل الأوراق المالية،دار المعارف، الإسكندرية 1963،ص 09.

[2] فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16.

4- تعبئة الادخار:

تساهم سوق الأوراق المالية في زيادة الميل نحو الإدخار من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض المالي؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.كما أن تنوع أدوات سوق الأوراق المالية يتيح فرصة لجميع أفراد المجتمع للمشاركة في مشاريع الأعمال والإنتاج،كما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلا منهم وتتلاءم مع ظروفهم وميولهم،خاصة المستثمرين الصغار الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم،ومن ثم يفضلون الاستثمار في الأوراق المالية على قدر أموالهم.

لذا فإن سوق الأوراق المالية آلية من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية الناجحة، فدراسة أسعار الأوراق المالية تحول دون توظيف الأموال في الأعمال غير الناجحة.[1]

5- علاج أزمة المديونية:

من خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين.كما تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية في شكل سندات. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.[2]

6- تفعيل عملية الخصخصة:

عمدت الكثير من الدول إلى إنتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق، وقد كان من نتاجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، قيام تلك الدول بتصفية القطاع العام وبيعه أو تحويل إدارة منشآته إلى القطاع الخاص وهو ما يعرف بالخصخصة.ولكن عملية الخصخصة يعتريها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين تصفية

[1] علي سعيد مكي،تمويل المشروعات في ظل مبادئ الإسلام،دار الفكر العربي بيروت 1979،ص 108.

[2] عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة ، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 125 .

القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.[1]

وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بان البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصخصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث أن العلاقة بينهما وطيدة . فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عمليات التخصيص. ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي:

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين.
- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.
- التقليل من التدخل السياسي في عملية اتخاذ القرار داخل المؤسسة مما يؤدي إلى رفع مستوى الكفاءة و تطوير أداء المؤسسة
- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة

7- تمويل مخططات التنمية:

من خلال طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. فقد رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزانة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه السندات مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

[1] حسان خضر،تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص 08 .

8- دورها في تقييم الشركات:

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات. فهي تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها .

وعليه فإن سوق الأوراق المالية تمثل سلطة رقابية غير مباشرة على كفاءة الشركات التي يتداول أوراقها المالية، وذلك من خلال التقارير الدورية التي تنشر عن أوضاع الشركات المدرجة.فهي تضمن سلامة تقييم الشركات عن طريق أسهمهما، الأمر الذي يترتب عليه حسن توجيه المدخرات.

9- دورها في تجنب الآثار التضخمية:

لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.[1]

10- بمثابة مؤشر للوضع الاقتصادي:

توفر سوق الأوراق المالية معلومات حول النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال مؤشر أسعار الأوراق المالية، بالإضافة إلى المعلومات عن الأوراق المالية المدرجة.فمؤشر الأسعار يعكس بصفة عامة مواسم الرواج والإكتساد في الإقتصاد.الأمر الذي يؤدي إلى سهولة دراسة الإقتصاد الوطني.

[1] صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا إقتصادية معاصرة ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2003، ص 90 .

المبحث الثاني: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية

إن من شروط نجاح أي سوق للأوراق المالية ضرورة وجود هيئات وقواعد تنظم التعامل بالأدوات المالية المتداولة فيها بيعا وشراء.وقصد الإلمام بجوانب التعامل في هذه السوق ارتأينا تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية

بما أن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة فإنه من الضروري توافرها على مجموعة من الهياكل التنيظمية تشرف على إدارتها ووجود عدد من المتدخلين من أجل السير الحسن لها ومن أهم المتدخلين في سوق الأوراق المالية نجد:

أولا: لجنة إدارة سوق الأوراق المالية

وهي أحد التنظيمات الرئيسية في سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن هيئة مستقلة، مهمتها السهر على تنظيم وتسيير العمليات الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية وتتمثل مهام هذه لجنة في:

1- التنظيم: تنظم سير السوق ومراقبة ذلك ميدانيا.

2- فحص المعلومات:

حيث تقوم بتقديم تأشيرة، أو تقدم رقم تسجيل فيما يخص المعلومات الخاصة بالمؤسسات التي تلجأ إلى إصدار الأسهم والسندات، فهي تقوم بطلب المعلومات التالية: [1]

- المعلومات الخاصة بالمؤسسة، نشاطها، حساباتها، مسيريها، آفاقها المستقبلية وهذا حماية للمستثمرين.
- وصف المعايير أو المقاييس الخاصة بالعملية (تفاصيل العملية)، وتقديم الهدف المرجو تحقيقه من هذه العملية.

وبذلك فإن لجنة عمليات البورصة تسهر على تطبيق الالتزامات المقدمة من قبل طرف المؤسسات (نشر رقم الأعمال، النتائج الفصلية، الحسابات السنوية...)

3- تقديم الاعتماد:

تمتلك سلطة تقديم الاعتماد لصالح:

- شركات تسيير محفظة الأوراق المالية (فردية، أو جماعية).
- شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير.

[1] GASTON DEFOSSE. PAIRE BALLEY, la bourse des valeurs et les opérations de bourse , édition Bouchene, Alger 1993, page 13

قبل تقديم أو تسليم الاعتماد، فإن اللجنة تقوم بمجموعة من التحريات مثل رأس المال الواجب توفره، السمعة الحسنة وخبرة المسيرين، الشكل القانوني.إضافة إلى تقديمها للاعتماد، فإن هذه اللجنة تقوم بسحب هذا الاعتماد من الشركات المذكورة سابقا كإجراء عقابي تتخذه هذه اللجنة.

4- المراقبة وتسليط العقوبة:

إن هدف اللجنة هو ضمان السير الحسن للبورصة، إضافة إلى ذلك فهي تعمل على حماية المدخرين من المعلومات الخاطئة التي تقدمها المؤسسات مثل الميزانيات الخاطئة.

إن التحريات التي تقوم بها لجنة عمليات البورصة تؤدي إلى تسليط عقوبات على الأشخاص الذين يخالفون الأحكام والقواعد المعمول بها وهذا عن طريق:

- سحب الاعتماد
- توجيه ملاحظات وإنذارات للأشخاص المخالفين للقواعد المعمول بها إلى السلطات التأديبية أو القضائية المكلفة بالمتابعة.[1]

ثانيا: سماسرة الأوراق المالية

إن لسمسار الأوراق المالية دور كبير في السوق من خلال التقريب بين كل من طالبي وعارضي الأموال وهذا ما يدفعنا إلى دراسته على النحو التالي:

1- مفهوم سمسار الأوراق المالية:

هو شخص ذو مؤهلات و مواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم، مقابل عمولة محددة. ويمارس مهنته منفردا أو كشريك مع إحدى شركات السمسرة.[2]

2- الشروط الواجب توفرها في السمسار:

من خلال تعريف السمسار نستنتج أن وظيفته الأساسية تتمثل في تنفيذ أوامر العملاء بيعا و شراء للأوراق المالية. غير أن هناك وظائف أخرى يقوم بها تتمثل في:

- تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق، وعن التعامل على أوراق مالية معينة، وعن موقف أي منها في الحاضر و اتجاه أسعارها في المستقبل.

[1] Luc BERNET-ROLLANDE, OP.CIT, Pages 359-361

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 55 .

- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، و الاتصال بالجهة المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء.

- حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت.

3- أنواع سماسرة سوق الأوراق المالية

أ- السماسرة الوكلاء:

السمسار الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة و يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة كما قد يعمل تاجرا لحاسبه الخاص، ولبيوت السمسرة الكبيرة مصدرين للسيطرة على هؤلاء الأعضاء. فهناك السيطرة المباشرة و التي تنشأ من جراء قيام بيت السمسرة بإقراض السماسرة رسم العضوية، و يظل القرض قائما دون حاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السماسرة في خدمة بيت السمسرة . وفي غياب السيطرة المباشرة مازال هناك سبيل آخر هو ضخامة حجم معاملاتها بشكل يجعل خدمتها موضعا للمنافسة بين هؤلاء الأعضاء، خاصة و هم يعلمون أن بإمكان بيت السمسرة اللجوء إلى سماسرة الصالة لتنفيذ معاملاته.

ب- سماسرة الصالة:

يطلق على سمسار الصالة أحيانا سمسار السماسرة وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها، ومن ثم فإن عليه أن يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة. و في فترات ذروة النشاط يقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم لسماسرة آخرين داخل السوق، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة. و هكذا فإن وجود سمسار الصالة يسهم في الحد من إمكانية حدوث اختناق في المعاملات، كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعدد قليل من السماسرة الوكلاء، و ذلك طالما يمكنها الاعتماد على سماسرة الصالة لإتمام معاملاتها.

ج- تجارة الصالة:

يطلق على تجارة الصالة بالمضاربين، أو التجار المسجلون. وهم يشبهون سماسرة الصالة في أنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، غير أنهم يختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم فقط. بمعنى أنهم لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو لحساب سماسرة، بل ينتهزون فرص ساخنة للبيع أو الشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح.

د- المتخصصون:

يقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معنية أو مجموعة محدودة من الأوراق بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد فهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحدد للأوراق التي يتعامل فيها. وهو ما يعد بالطبع نوعا من الاحتكار.ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة . و يحدد مجلس المحافظين المكان المخصص الذي سيعمل فيه كل متخصص . و يجمع نشاط المتخصص بين السمسرة و الاتجار فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، كما أنه يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه بيعا و شراء بهدف تحقيق الربح .

و يعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم و المستثمر للبورصة. ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معنية يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشترين جدد كما يبدي في ذات الوقت استعداده لشراء ما يعرض منها ليضيفه إلى المخزون، و ذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن. و من ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد أو يرفعون الأسعار (بزيادة حجم المدى أو الهامش) و هو في ذلك ملتزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة بما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق، و ليس هدف تحقيق أرباح طائلة. وهكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين. ونظرا لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.

هـ- تجار الطلبيات الصغيرة:

يقصد بتجار الطلبيات الصغيرة أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة (100 سهم أو مضاعفاتها) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة (أقل من 100 سهم).و يتقاضى هؤلاء التجار عمولة (الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء) أكبر نسبيا مقارنة بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة.غير أن دخول بيوت السمسرة و المتخصصون في سوق الطلبيات الصغيرة قد أدى إلى إجبار هؤلاء التجار على تخفيض مقدار العمولة التي يتقاضونها.

و- سمسار الخصم:

يقصد بسمسار الخصم، السمسار الذي يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه، و التي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع و الشراء . و يتناسب مقدار العمولة التي يحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التي يقدمها. و يعد هذا النوع من السماسرة ملائما لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم في الاختيار أو توقيت القرار و لإعطاء فكرة عن مدى ضآلة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السماسرة، قد يكون من الملائم الإشارة إلى الخدمة الكاملة التي يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة و التي تحصل في مقابلها على عمولة كاملة. و تتمثل تلك الخدمات في حفظ و حماية محفظة العميل، وتوفير المعلومات، وتقديم خدمة الاتجار، وتقديم التسهيلات الائتمانية، و تقدم النصح والمشورة إلى جانب خدمات أخرى إضافية.

ي- تجار الطلبيات الكبيرة:

يقصد بالطلبيات الكبيرة بيع الأوراق المالية (الأسهم على وجه التحديد) في طلبيات لا يقل حجم الطلبية فيها عن 10000 سهم، ولا يمنع أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر. وعادة ما تبرم تلك الصفقات بواسطة سماسرة متخصصين يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة، التي يتوافر لها رأس المال الكافي للاستثمار في تلك الصفقات الضخمة، و التي تملك شبكة اتصالات قوية تمكنها من الوصول إلى كبار العملاء الذين يتعاملون في تلك الصفقات. أما نسبة العمولة فعادة ما تكون صغيرة نظرا للوفورات في التكاليف الناجمة عن ضخامة الصفقة الواحدة.

ثالثا: طالبوا وعارضوا الأموال

فبالنسبة لطالبي الأموال نجد والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية بهدف تمويل عملياتها الاستثمارية أما بالنسبة لعارضي الأموال فنجد كل من الأسر ومؤسسات التأمين.

1- الشركات المصدرة للأوراق المالية:

قبل أن تتخذ المؤسسة قرار إصدار أسهم أو سندات عليها أن تراعي ما يلي:

- حجم الأموال المطلوب الحصول عليها.
- توقيت الإصدار ونوع الورقة التي ينبغي إصدارها (سهم أو سند).
- إختيار بنك الاستثمار.

و لا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، و بين الجهة التي قررت إصدارها. فهو يقدم المساعدة للجهة المعينة لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء

الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور. وكما يبدو فإن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار - على النحو المشار إليه - لا يمثل استثمارا دائما، بل هو مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في بيع الأوراق المالية المصدرة.

و لا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتسويق الأوراق المالية فهناك طريقين آخرين هما: الأسلوب المباشر، و المزاد. و يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالإتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها . أما المزاد فهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق. و بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها و سعر الشراء، و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.

2- الأسر وشركات التأمين

تعمل الأسر على استثمار أموالها المدخرة في سوق الأوراق المالية نظرا لإمكانية استرجاع الشكل النقدي في أي وقت من أوقات انعقاد جلسات سوق الأوراق مالية.

أما الفئة الثانية فتتمثل في مؤسسات التأمين وصناديق التقاعد والضمان الاجتماعي. وتعتبر مؤسسات التأمين من أهم عارضي الأموال لما لها من دور في استقطاب أموال المتعاملين الاقتصاديين وغيرهم من خلال عمليات التأمين. إذ تستعملها كأسهم في مؤسسات قريبة إليها حتى تتمكن من تحقيق إيرادات من ورائها في انتظار طلب التعويضات من زبائنها.

المطلب الثاني: طرق التداول في سوق الأوراق المالية

يتم تداول الأوراق المالية في السوق عن طريق الوسطاء المعتمدين ،الذين يتلقون أوامر المستثمرين بالبيع والشراء، وهناك عدة آليات يتم بها معرفة سعر الورقة المالية،الذي على أساسه يتم إصدار مختلف أنواع الأوامر.وهذا ما سنتناوله على النحو التالي:

أولا:أنواع أوامر سوق الأوراق المالية

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل. وتقسم أوامر العملاء إلى أربعة مجموعات رئيسية:

1- أوامر السوق Market Order:

يعد الأمر السوقي من أكثر الأوامر شيوعا وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر؛ ففي

حالة الشراء يكون أفضل سعر هو أقل سعر يمكن الحصول عليه، أما في حالة البيع يكون أعلى سعر هو أفضل سعر للبيع. ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

و تكمن مزايا هذا النوع من الأوامر في سرعة وضمان تنفيذه. أما عيوبه فتكمن في عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به. ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية (بورصة نيويورك مثلاً) لا تكون لتلك العيوب وزن كبير، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

2- أوامر محددة للسعر:[1]

هنا يتم تحديد السعر من طرف المستثمر عند إصدار الأمر للسمسار، الذي سيقوم بتنفيذ الأمر على أساسه. و هذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر الشراء والحد الأدنى في حالة أوامر البيع.

و تكمن مزاياه في أن المستثمر يعرف مسبقا وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء. أما عن عيوبه فتظهر في أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة. حتى وإن كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولا ينفذ أولاً قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا.

3- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ Time Limit of Orders :

هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها. وقد تتراوح مدة الأمر بين يوم، أسبوع، أو شهر. وقد يكون الأمر مفتوحا (أي لا يوحد تاريخ محدد للتنفيذ).

4- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

في هذا النوع من الأوامر يتم تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

5- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

هو أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسبا، في العادة يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم. و تكمن مزايا هذا النوع من الأوامر في إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار بما يمكنه من التصرف واغتنام الفرص المواتية. ويمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة.

[1] محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية 1997، ص 23 .

أما عيب هذا الأمر هو أن السماسرة يرون أن ذلك عبئا عليهم ويخشون من عدم إرضاء العملاء بالكامل. فضلا عن صعوبة معرفة العملاء بمركزهم المالي دون الاتصال بالسمسار.

ثانيا: تسعير الأوراق المالية

سعر السوق هي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في سوق الأوراق المالية و الذي يسجل بعد انتهائهـــا في لوح التسعيرة، و يتحدد السعر في البورصة عند تلاقي العرض و الطلب و هنا نميز بين عدة طرق لتحديد السعر للأوراق المالية أهمها:

1- التسعير بالمناداة:

حيث يجتمع الوسطاء في صالة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسيا في حالة البيع.

2- التسعير بالأدراج:

في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم،حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة .

3- التسعير بالاعتراض أو المقارنة:

حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص .

4- التسعير بالصندوق:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيلجأ الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات .

5- التسعير بالمطابقة:

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع و الآخر بالشراء و بالكمية نفسها فإنه يقوم بالشراء من الأول لحساب الثاني. غير أن هذه الطريقة محظورة في كثير من الأسواق

المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عروض أو طلبات أكثر ملائمة.

ثالثا: إجراءات تنفيذ أوامر سوق الأوراق المالية

تتم عملية تنفيذ الأوامر في السوق وفق الخطوات التالية:[1]

1- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة.

2- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة عن السهم .

3- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

4- بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر

5- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم التداول به في السوق).وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المتصل بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.

6- على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر. ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

7- بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.

8- وترسل الإدارة التجارية بالبريد خطابا إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

[1] حسان خضر، قواعد و إجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية ، المعهد العربي للتخطيط

http//:www.arab-api.org le 16/08/2005

المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

نظرا لأن سوق الأوراق المالية يتواجد بها عدد كبير من الأوراق المالية يصعب على المستثمرين تتبع حركة سعر كل ورقة مالية على حدى،كان من الضروري وجود مؤشر يرجع إليه لأخذ فكره عامة عن أسعار تلك الأوراق المالية والذي سنحاول دراسته على النحو التالي:

أولا: مفهوم المؤشر، أسس بنائه واستخداماته

1- مفهوم المؤشر:

المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو بالنقصان. حيث يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها . وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق الأوراق المالية المستهدف قياسه.

وتعتبر المؤشرات مقياسا لسوق الأسهم ككل وليس للشركات الناجحة فقط.فالعينة التي يحسب على أساسها المؤشر تتضمن شركات ناجحة وأخرى متوسطة النجاح، والتي تعاني من مشاكل .

و يوجد نوعين من المؤشرات، الأول يقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA ومؤشر 500 لستاندرد أندبور S&P500. أما النوع الثاني فهو عبارة عن مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داوجونز لصناعة النقل أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

2- أسس بناء المؤشر:

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي:[1]

أ- ملاءمة العينة:

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر. فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لحالة السوق. أما الاتساع فيقصد به مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في

[1] حسان خضر ، مرجع سبق ذكره، ص 08.

السوق أما المصدر فنعني به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

ب- الأوزان النسبية:

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر.وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي:

- **تحديد الوزن على أساس السعر:**أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.
- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.
- **مدخل القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

ج- إجراءات حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر. فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب المؤشر.

3- استخدامات المؤشر:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية عدة استخدامات تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال. وفي طليعة تلك الاستخدامات:

أ- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر .

ب- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج Naïve Diversification يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

ج- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق،إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ما يعرف بالتحليل الأساسي Financial Analysis فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

ثانيا: أهم المؤشرات العالمية

من أهم المؤشرات العالمية ما يلي:

1- مؤشر داو جونز DOW JONES :

أ- تعريف مؤشر داو جونز DOW JONES

يعد هذا المؤشر من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 03 جويلية من عام 1884 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو CHARLES DOW الذي أصبح فيما بعد محررا لتلك الصحيفة.

ويتكون هذا المؤشر من أربعة مؤشرات فرعية، كل واحد منها يهتم بقطاع معين باستثناء واحد هو مؤشر مركب يشمل السوق ككل.وهي كالتالي:

- **تعريف مؤشر داو جونز DOW JONES الصناعي:** قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، إرتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي من عام 1898 ثم إلى 20 سهم في عام 1916. وفي عام 1928 إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما. ومنذ ذلك التاريخ لم يضف أي سهم إلى العينة.[1] هذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة بمعدل سهم لكل شركة.

- **مؤشر داو جونز DOW JONES لوسائل النقل:** يتكون هذا المؤشر من عشرين شركة مختصة في مجال النقل بأنواعه.

- **مؤشر داو جونز DOW JONES للمرافق:** يتألف هذا المؤشر خمسة عشر شركة مختصة في هذا المجال.

- **مؤشر داو جونز DOW JONES المركب:** يتكون هذا المؤشر من خمسة وستين شركة هي مجموع الشركات التي تضمنتها المؤشرات الفرعية السابقة.

[1] منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص 142.

ب- كيفية حساب قيمة مؤشر DOW JONES الصناعي:

في بداية الأمر كان يحسب هذا المؤشر على أساس قسمة قيمة مجموع أسعار الأسهم الممثلة للمؤشر على عددها، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح غير مقبول خاصة عندما يحدث ما يسمى بإشتقاق الأسهم STOCKS PLIT [ô] لإحدى الشركات الممثلة في المؤشر.وعليه يمكن تحديد قيمة مؤشر DOW JONES في يوم ما وفق المعادلة التالية:

قيمة المؤشر في يوم ما = ق ¾ ¾ و

حيث: ق: قيمة مجموع أسعار الأسهم (30)، **و:** المقسوم عليه DIVISER ويحدد و بالعلاقة التالية:

قمـــ 1 / عـــ = قمـــ 2 / و

حيث:

قمـــ 1: قيمة مجموع أسعار الأسهم قبل الإشتقاق.

قمـــ 2: قيمة مجموع أسعار الأسهم بعد الإشتقاق.

عـــ: عدد الأسهم قبل الإشتقاق.

مثال توضيحي:

لنفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاثة شركات هي **أ،ب،ج.** وأن السعر الذي يباع به سهم كل شركة هو 10$،20$،30$ على التوالي.ففي ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر هي:

قيمة المؤشر في يوم ما = ¾ ¾ ¾ 30+20+10 / 3 = 20 نقطة

والآن دعنا نفترض أنه حدث إشتقاق لأسهم الشركة **ج** .بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم ومن ثمة فقد أصبح سعر السهم هو 10$ بعد الإشتقاق.ففي هذه الحالة سوف تنخفض قيمة السهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لأسعار الأسهم الثلاثة لتصبح: 10+20+10=40$ عندئذ تصبح قيمة المؤشر هي:

قيمة المؤشر = ¾ 40 / 3 = 13.33 نقطة

[ô] إشتقاق الأسهم هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال مما ينجم عنه إنخفاض في قيمة السهم

إن هذا الإنخفاض من 20 نقطة إلى 13.33 نقطة لا يعزى إلى سوء حالة السوق إذ لا توجد أي معلومة عن ذلك. وإنما يعزى ذلك إلى الإشتقاق الذي حدث في أسهم الشركة **ج.**

وللتغلب على هذا الخلل الناجم عن إنخفاض قيمة السهم بسبب الإشتقاق الذي حدث،ينبغي حساب المؤشر بإستخدام المعادلة التالية:

ق
قيمة المؤشر = ¾ ¾
و

أ.نحسب قيمة المقسوم عليه DIVISER

لدينا: $\frac{\text{قمـــ}_1}{\text{عـــ}} = \frac{\text{قمـــ}_2}{\text{و}}$

ولدينا المعطيات التالية: قمـــ 1 = 60$، قمـــ 2 = 40$، عـــــ = 3

فيصبح لدينا: $\text{و} \times \text{قمـــ}_1 = \text{عـــــ} \times \text{قمـــ}_2$ b $\text{و} = \frac{\text{عـــــ} \times \text{قمـــ}_2}{\text{قمـــ}_1}$

إذن: $\text{و} = \frac{3 \times 40}{60} = 2$

وعليه فإن:

قيمة المؤشر = $\frac{40}{2}$ = 20 نقطة

2- مؤشر ستاندرد أندبور 500

أ- تعريف مؤشر ستاندرد أندبور 500 :

تتضمن العينة التي يقوم عليها هذا المؤشر من 500 سهم.تمثل 400 مؤسسة صناعية،40 مؤسسة ذات منفعة عامة و 20 مؤسسة نقل و40 مؤسسة مالية. وعلى عكس مؤشر DOW JONES لا يعتبر مؤشر ستاندرد أندبور 500 متوسطا،بل رقما قياسا حيث أن فترة الأساس فيه هي 1941©1943 وأعطي للمؤشر فيها قيمة جزافية مقدارها 10.

ب- كيفية حساب قيمة مؤشر ستاندرد أندبور 500

يتم حسابه في يوم ما وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{قمـــ}}{\text{قمـــ}^{*}} \times 10$$

10 القيمة الجزافية التي أعطيت للمؤشر في فترة الأساس

حيث: قمـــ: القيمة الكلية للأسعار في اليوم الجاري **/ قمـــ = س × ن**

قمـــ^{0}: القيمة الكلية للأسعار في اليوم السابق **/ قمـــ* = س* × ن**

3- مؤشر CAC 40

أ- تعريف مؤشر CAC 40:

مؤشر CAC 40 هو مؤشرة بورصة باريس . يحسب انطلاقا من عينة لأربعين شركة فرنسية تمتلك أسهم مسعرة في بورصة باريس.[1]

ب- طريقة حساب المؤشر:[2]

$$\textbf{مؤشر CAC 40} = \frac{(\text{س}_{1to} \cdot \text{ن}_{1} + \ldots\ldots\ldots\ldots \text{س}_{40to} \cdot \text{ن}_{40})}{(\text{س}_{1t} \cdot \text{ن}_{1} + \ldots\ldots\ldots\ldots \text{س}_{40t} \cdot \text{ن}_{40})} \times 1000$$

حيث:

ن$_{1}$..... ن$_{40}$: عدد أسهم الشركات الأربعين المكونة لعينة المؤشر.

س$_{1to}$..... س$_{40to}$: أسعار أسهم تلك الشركات في 31 ديسمبر 1987 (الأساس) .

س$_{1t}$ .....س$_{40t}$:: أسعار أسهم تلك الشركات في الفترة t محل الحساب .

[1] Club du cac40,Définition de l'indice CAC40, http://www.club-du-cac40.com/definition.htm le 28/03/2010

[2] http://www.schumann-bourse.fr/articles/bourse_indice%20boursier.htm le 28.03.2006

4- مؤشر فاينانشيال تايمز Financial Times :

هو مؤشر سوق لندن للأوراق المالية ويعد من أشهر المؤشرات العالمية ويقيس التغيرات في متوسط قيم أسهم ثلاثين شركة كبرى التي تقود السوق واتجاهاتها يوميا ذات النشاط الصناعي والتجاري والمسجلة في بورصة لندن.

وفي عام 1984 تم إنشاء مؤشر Financial Times Stock Exchange FT-SE 100 ويعد المؤشر أكثر شهرة ويحتوي أسهم مائة شركة إنجليزية كبرى،وتمثل قرابة 70% من إجمالي القيمة السوقية،ويستخدم كأداة للمتاجرة في الأسواق الآجلة والمستقبليات والخيارات.

وتم توحيد كافة المؤشرات في بريطانيا في مجموعة موحدة المفاهيم والأساليب تحت عنوان مؤشر-FT Actuaries-All Share في عام 1993، وهو يحتوي على حوالي سبعمائة ورقة مالية تمثل 80 % من إجمالي القيمة السوقية ويتألف هذا المؤشر من ثلاثين مؤشرا قطاعيا.

5- مؤشر نيكاي Nikkei الياباني:

يعد من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو ويحتوي على أوراق مالية لمائتين وخمسة وعشرين شركة تمثل 70 % من الشركات الكبرى في سوق طوكيو ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير الحاصل في حجم الأوراق المالية ومقياس للأداء في العائد ومساعدة المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم المالية ويستخدم كذلك للمتاجرة في أسواق المستقبليات والخيارات.

6- مؤشر Dax 30 لسوق الأوراق المالية بألمانيا:

هو مؤشر لأسهم الشركات المساهمة ذات التوزيعات الكبيرة والإدارة والخبرة، ويحتوي على الأوراق المالية لثلاثين شركة قوية في سوق الأوراق المالية بألمانيا، ويستخدم المؤشر كأساس للمتاجرة في سوق المشتقات المالية.[1]

[1] نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية، الأهرام الإقتصادي عدد 72 فبراير 1994،ص 61.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

من أهم شروط قيام سوق أوراق مالية فعالة هي توافرها على درجة عالية من السيولة والكفاءة قصد استقطاب أكبر عدد من المتعاملين فيها، ومن هنا لابد علينا من دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية كما يلي:

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها

نتيجة التطورات التي شهدها سوق الأوراق المالية ظهر مفهوم الكفاءة كضرورة حتمية، إذ أن المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفء هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر الورقة المالية مما يوجد لنا نوعين من الكفاءة.وهذا ما سنبرزه على النحو التالي:

أولا: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها،و ذلك من خلال مختلف أجهزة الإعلام المتوفرة.[1]

و بالتالي فإن سعر السهم في السوق الكفء يعكس كافة المعلومات عن المؤسسة التي قامت بإصدار هذا السهم حيث أن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة هي قيمة عادلة لأنها تعكس قيمته الحقيقية أو المحورية، حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية بسبب قرارات المستثمرين التي تدفع الأسعار نحو القيمة الحقيقية، وفي هذه الحالة فإنه لا يمكن لأي من المتعاملين في سوق الأوراق المالية أن يحقق عائدا غير عادي يزيد عن العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر الاستثمار في السهم.[2]

وينطوي مفهوم الكفاءة بالشكل السابق على ضرورة توافر كافة البيانات و المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت، ولكن هذا لا يعني تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعة و مستوى المخاطرة، ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات أسواق الأوراق المالية.

[1] صلاح الدين السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 90 .

[2] محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية ، الدار الجامعية،الإسكندرية 2002، ص 123.

ثانيا:أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية التالية:

1- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية :

تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، و من ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره.[1].و لتحقيق الكفاءة الكاملة لابد من توفر الشروط التالية:[2]

أ- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف، في ظل هذه الشروط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

ب- أن لا توجد أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري و يبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها و ذلك بيسر و سهولة، إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق و ذلك بالنسبة للمستثمرين أو الشركات الراغبة في الحصول على الأموال.

ج- أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين، و من ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم و هذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.

د- أن يتصف المستثمرون بالرشد، و من ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

2- الكفاءة الاقتصادية:

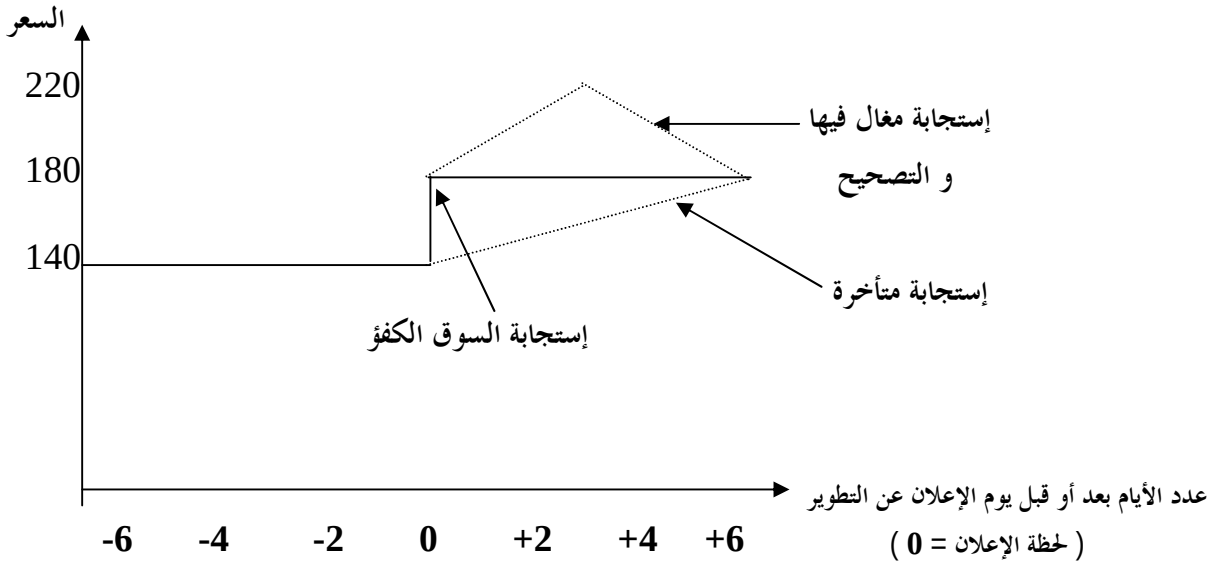
في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق و حتى تنعكس أثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، و هو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، لكن و بسبب تكلفة المعاملات و الضرائب و غيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

[1] عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003، ص 173.

[2] منير إبراهيم هندي،الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 2002، ص 491.

و تستند هذه الكفاءة إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر لتعظيم منفعته الخاصة، و بالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات و المعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، و يكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق و بين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، و بالتالي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقة للأوراق المالية لبعض الوقت . ويمكن توضيح كيفية مسار السعر في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية من خلال الشكل التالي:

الشكل (1-2): الاستجابة للمعلومات في حالة الكفاءة الكاملة و الاقتصادية



المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ص 174.

يلاحظ من الشكل السابق أن الخط المتصل يعبر عن مسار سعر السهم في السوق الكفء ففي مثل تلك الأحوال السعر يتعدل فورا مع ورود المعلومات الجديدة و لا يوجد أي مجال لمزيد من التغير في سعر السهم، أما الخط المتقطع فيعبر عن الاستجابة المتأخرة لسعر السهم -حيث يتطلب الأمر مرور ثمانية أيام حتى يستوعب السوق هذه المعلومات و من ثم يتعدل سعر السهم بالكامل إلى الوضع الذي كان يجب أن يكون عليه، كما يبين المنحنى المنقط الاستجابة المفرطة و من ثم تعديل السعر إلى الوضع الصحيح.

المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

من أجل تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية لا بد من تحقق كل من:[1]

أولا: كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)

تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية في سبيل الحصول عليها، بما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة.و بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة واحدة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق أرباح.

ثانيا: كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية)

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، و دون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، و كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

إن وضع سوق مالي كفؤ يتوقف على توفر المواصفات التالية:[2]

1- شرط الذرية L'atomicité:

يفترض هذا الشرط وجود عدد كافي من المتدخلين، بمعنى وجود عدد كبير من المشترين والبائعين وإلا تصبح السوق المالية غير تنافسية ولا تستطيع جلب الادخار إلا بصعوبة.و يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ هي:

أ- مبدأ تعايش قسمي السوق: يقوم السوق المالي بإعداد قناة مباشرة بين الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم احتياجات في التمويل، والذين لديهم القدرة على التمويل، هذا فيما يخص السوق الأولية كما تسمح السوق المالية باعتبارها سوقا للقيم المنقولة الصادرة سابقا بتوفير سيولة الادخار طويل الأجل.

ب- مبدأ تعدد المتدخلين في السوق المالية: يتدخل في السوق المالية كل من طالبي وعارضي رؤوس الأموال حفاظا على حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعّال للسوق المالية.

ج- مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة يتم هذا المبدأ على ظاهرتين حديثتين هما:

- الإيداع فيما يخص الادخار.

[1] حسان خضر،تحليل الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 10 .

[2] عبد المجيد قدي،المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003، ص 266.

- التوزيع المتزايد فيما يخص احتياجات المستثمرين الماليين، الحرصين على تقليص المخاطر ورفع توظيفاتهم إلى حد أقصى. مما يؤدي إلى إصدار منتوجات مالية متنوعة يتم التفاوض عليها في السوق المالية، مثل الأوراق المالية ذات الدخل القصير أو الأوراق المالية ذات الدخل الثابت.

2- شرط السيولة Fluidité:

يقصد بالسيولة سهولة التسويق أي إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة، و بسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة على فرض عدم ورود معلومات جديدة.[1]
إن لسيولة الأوراق المالية أهمية بالغة سواء بالنسبة للمؤسسة المصدرة لهذه الأوراق أو المستثمرين بشكل عام، و لعل من أهم آثار ارتفاع سيولة الورقة المالية هو زيادة إقبال المستثمرين على تداول مثل هذه الأوراق مما يكسب المؤسسة ثقة كبيرة في نفسها، إذ تباع أسهمها بقيمة عالية على النحو الذي يرفع من حصيلة إصداراتها . وحتى يتحقق هذا الشرط لابد من توفر الخصائص التالية:

أ- عمق السوق MARKET DEPTH: إن السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشترين (أوامر شراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشترين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى لجم أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين) و تدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة Shallow Markets لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعا.[2]

ب- اتساع السوق MARKET BREADTH: على عكس السوق المحدود THIN MARKET يتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع و الشراء للورقة المعنية، مما يخلق استقرار نسبيا في سعرها و يقلل بالتالي من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية. و في مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 525.

[2] محمد أيمن عزت الميداني، إشكالية تطوير أسواق الرأسمال في سورية
http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm#1, date de consultation: 12/08/2006

البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية.[1]

ج- سرعة استجابة السوق: يقصد بسرعة استجابة السوق Resiliency أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضآلة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل فرصة تردده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق كما سبقت الإشارة إليه في السوق العميقة، فإن تحقيق خاصية سرعة استجابة السوق تقتضي ربط مختلف المتدخلين في السوق بوسائل اتصالات فعالة تمكنهم من معرفة مختلف العمليات و ما يطرأ على السوق من تغيرات، حتى يتمكن كل مستثمر من اتخاذ القرارات المناسبة من خلال ردود أفعال مدروسة و رشيدة .

د- مبدأ حرية الدخول والخروج : بمعنى سهولة الدخول إلى السوق المالية، وكذا الخروج منها دون مضايقات أو أية حواجز.

ه- مبدأ حرية الاستثمار: يعني عدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق المالية يخضع لها الجميع.

و- مبدأ الإستقرارية: هناك نوعين من المخاطر تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ويتعلق الأمر بالخطر الخاص بالمؤسسة والذي يمكن تقليصه أو حتى إزالته عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنيّة. والخطر النظامي وينجم عن عدم إستقرارية المحيط الشامل الداخلي والخارجي، من جميع النواحي السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية.

3- شرط الشفافية:

تتوقف فعالية الأسواق المالية على مدى فاعلية نظامها الإعلامي الاقتصادي عامة وعلى نظام المعلومات الخاصة بهذا النوع من الأسواق،وبالفعل فإن نظام الإعلام الاقتصادي الفعّال يفرض أن تكون المعلومات الخاصة بالاستثمار وبمحيطه دقيقة وبكمية وافرة، ويمكن الحصول عليها دون تمييز بين المتدخلين في السوق المالية .

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 535.

المطلب الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن للمعلومة التي يتحصل عليها المتعامل في سوق الأوراق المالية دور أساسي في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، كما أن طبيعة المعلومة في حد ذاتها تحدد درجة كفاءة تلك السوق، والتي تظهر في مستويات مختلفة سنتطرق إليها على النحو التالي:

أولا: المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية

يقتضي المستوى الضعيف لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم و على حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، و هو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى.

ثانيا: المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية

يقتضي المستوى المتوسط لكفاءة السوق بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم عليها تلك المعلومات. سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة. بما في ذلك التقارير المالية و غيرها من التقارير و التحليلات التي تتاح للجمهور.

ثالثا: المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية

يقتضي المستوى القوي لكفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و للخاصة، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه، مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين. باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته. و في ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، و حتى لو كان هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

خلاصة الفصل الأول

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي؛ إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية وذلك بإصدار سندات طويلة الأجل.لذا فأهم ما يمكن أن نستخلصه من هذا الفصل هو كالآتي:

- يعد سوق الأوراق المالية من أهم أقسام سوق المال و هو مكان منظم يتم فيه التقاء عارضي الأموال بطالبيها. حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة.
- إن السوق المالي الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة و والمتوفرة عنها و لابد من توفر ميزتين أساسيتين فيه هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل،و بالتالي جعل السوق أكثر سيولة.
- نظرا لاتساع حجم التداولات في سوق الأوراق المالية فإنه من الصعب تتبع حركة أسعار الأسهم لكل سهم على حدى لذا وجدت مؤشرات سوق الأوراق المالية لإعطاء فكرة عامة عن حركة أسعار تلك الأسهم.

تجدر الإشارة إلى أن التعامل في سوق الأوراق المالية يكون باستخدام مجموعة من الأدوات المالية ،وقد أتاحت لنا الهندسة المالية مجموعة منها تقليدية كانت أم حديثة تلبي رغبات المستثمرين. لذا ارتأينا دراسة تلك الأدوات في الفصل الثاني.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تـــمهيـــد

لقد أدت التطورات الاقتصادية إلى نمو سريع في حجم الأسواق المالية،وإلى تفرعها بحيث لم يعد الإطار المكاني شرطا أساسيا لقيام تلك الأسواق، خاصة مع وجود وسائل الاتصال الحديثة المختلفة،وقد ترتب على ذلك ظهور أسواق مالية محلية وأخرى دولية بحيث أصبحت الصفقات المالية تعقد بكل سهولة ويسر مهما كان حجمها،ويعتبر الاستثمار في الأسهم والسندات أكثر مجالات الاستثمار في سوق الأوراق المالية جاذبية لدى العديد من المستثمرين، غير أن التطور الذي لحق بالصناعة المالية بظهور مفهوم الهندسة المالية التي تهدف إلى استحداث أدوات مالية جديدة تعمل من خلالها إلى تحسين العائد على الاستثمار عند مستوى معين من المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر أو تقليل حجم المخاطرة عند مستوى معين من العائد.

وكان أبرز ما استحدثته الهندسة المالية ما يعرف بالمشتقات المالية Financial Derivatives كأداة لإدارة مخاطر الاستثمار، و اتسع نطاق استخدامهما مما أدى إلى إيجاد تصنيفات مختلفة ضمن السوق المالي منها ما يعرف بأسواق المشتقات Derivatives Markets.

وبذلك أصبحت الهندسة المالية عملية تطويرية تسهم في تنشيط الأسواق المالية من خلال إيجاد منتجات مالية جديدة تستخدم في تسعير وإدارة مخاطر تداول الأوراق المالية.

وتأسيسا على ما سبق ارتأينا أن ندرس هذا الفصل على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية المتداولة

المبحث الثالث: محفظة إدارة منتجات الهندسة المالية

المبحث الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

ظهر في السنوات الأخيرة مفهوم جديد في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي وهو مفهوم الهندسة المالية (Financial Engineering)، التي تعد عملية تطويرية انطلاقا من الدور الذي تؤديه في تنشيط الأسواق المالية،لذا فإن استخدام منتجات الهندسة المالية خاصة من قبل المؤسسات المالية والمصرفية ذو أهمية كبيرة في دعم المنتجات التي تقدمها

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية وعوامل ظهورها

تساهم الهندسة المالية بشكل فعال في تنويع أكثر للمحافظ الاستثمارية بهدف تسحين العائد على الاستثمار مقابل درجة منخفضة من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر في الأسواق المالية،لذا ارتأينا التطرق إلى ماهية الهندسة المالية على النحو التالي:

أولا: مفهوم الهندسة المالية

لقد تعددت مفاهيم الهندسة المالية من اقتصادي لآخر ويمكن عرضها كالتالي:

فعند حسين كتبي Kotby 1990 تشير الهندسة المالية إلى:استعمال إستراتيجيات إدارة المخاطر لمعالجة أشكال المخاطر التي تواجه الشركة.[1]

في حين عرفها Eales بأنها: إيجاد الأبجدية الأولى للمنتج المالي لتوصيله بربح مالي معين إلى المستعمل النهائي في وقت معين،أو على شكل مجاميع من الأرباح الزمنية على مدى فترات متعاقبة من الزمن.[2]

أما Fabozzi فيرى بأنها: التحول النهائي للمنتج المالي الموجود لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دورا في تغير أوضاع السوق المالي.[3]

أما Tomas Liaw بأن الهندسة المالية هي القدرة على الابتكار من جانب بنوك الاستثمار في تصميم ورقة مالية.[4]

بينما عرفها Finnerty بأنها التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل.[5]

---

[1] Hussein Kotby, "Financial Engineering for Islamic Banks: The Option Approach", Institute of Middle Eastern Studies, Niigata-Ken, Japan, 1990, p 107.

[2] Eales Brain A, Financial Risk Management , McGraw-Hall,1995,p5

[3] Fabozzi,F.J,Bond Markets ,Analysis and startigies,3rd ed, prentice – Hall International,1996, p 3

[4] K. Tomas Liaw,The Business of Investment Banking,New York, J.Wiley, 1999, p 222.

[5] Finnerty,J.d, Financial Engineering in Corpoarate Finance – An overview, Financial Management, vol 17, N04 , pp 14-33

وهناك من عرفها على أنها توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة،لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجدد لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها.

من خلال التعاريف السابقة نجد الهندسة المالية تهتم بثلاثة أنواع من الأنشطة هي:[1]

أ- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقة الائتمان.

ب- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال التجارة الإلكترونية.

ج- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية،مثل إدارة السيولة أو الدين، وإعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

ثانيا: عوامل ظهور الهندسة المالية

لقد ساهمت العديد من العوامل في ظهور مفهوم الهندسة المالية ومن أبرز تلك العوامل نذكر:[2]

1- تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:

لقد قامت الوسائط المالية (من بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار، وسماسرة...) عموما لتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدات العجز المالي. وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموما. ولذلك كان لا بد من ظهور الحاجة لابتكار وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

2- تحقيق الكفاءة والفعالية:

يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة و الفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموما نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء.

[1] سامي السويلم ،صناعة الهندسة المالية – نظرات في المنهج الاسلامي-،بيت المشورة للتدريب،الكويت أفريل 2004، ص 5.

[2] أبو ذر محمد أحمد الجلي، الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، مجلة المقتصد، بنك التضامن الإسلامي، العدد السابع عشر2005.ص 01.

و لذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبيا. ويمكن تلخيص الأسباب المباشرة لنشأة هذه الأدوات الجديدة فيما يلي:

- أن هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة (الفاعلية).

- أنه عن طريقها يمكن استحداث أنواع جديدة من الأوراق المالية وبذلك يمكن مقاسمة المخاطر بطرق جديدة وإلى أبعاد جديدة.

- عن طريقها يمكن التغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في دولة دون الأخرى.

3- تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:

مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أم طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذا السوق مثل ماهية النقود نفسها وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء ولكن ظهور شبكات الاتصال ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسلة. ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة أي إنهم يجدون مساحة واسعة للحركة، فلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

4- الحاجة إلى إدارة المخاطر:

نتيجة للمخاطر التي يواجهها المستثمرون (أسعـــار السلع و أسعار الفائدة و أسعار العملات و أسعار الأوراق المالية) كان لابد من وجود آلية تعمل على تدنية تلك المخاطر أو تفاديها،ومن هنا أتاحت الهندسة المالية أدوات مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقا لتفضيلات المستثمرين.[1]

[1] عمار منى محمد الحسيني. الهندسة المالية في الفكر التقليدي و الفكر الإسلامي دراسة مقارنة. مجلة البحوث التجارية جامعة الزقازيق، مصر ،المجلد 34، العدد 1، 2012، ص 433.

المطلب الثاني:أسس الهندسة المالية.

تتميز الهندسة المالية أنها تخضع لمجموعة من الأسس يمكن إبرازها على النحو التالي:

أولا: الأساس العام للهندسة المالية.

مفاده أنه لا ينبغي أن يكون الفكر الإنساني مقيدا بحدود معينة أو أفكار ثابتة، و لكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات و ذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم و ما يوفره كل بديل من مزايا و تكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، و لذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع وابتكار بدائل هجينة فيما بينهما أو اشتقاق أدوات و وسائل جديدة منهما.[1]

ثانيا: الأسس الخاصة للهندسة المالية

بالإضافة إلى الأساس العام الذي تقوم عليه الهندسة المالية، هناك مجموعة من الأسس الخاصة و التي نذكر منها: [2]

1- يجب أن يكون الربح حقيقيا و بعيدا عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات و تضخم في الأسعار و ممارسات مالية غير عادية.

2- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطا وسيطا بغرض الإنتاج و التشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل و يغطي المخاطر و عناصر التكلفة.

3- وجود مؤسسات مالية (البنوك و مؤسسات التأمين و صناديق الاستثمار) في النظام الاقتصادي.

4- وجود أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج، إذا من الضروري أن تحقق توازن في السوق النقدي ليقابل التوازن في السوق الحقيقي (السلعي) و كذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل لموارد الدولة.

5- يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة و الأبعاد البيئية المحيطة بما يحقق التوازن و الاستقرار و الربحية و التحكم في المخاطر المالية و تخفيض تكلفة التمويل و تنمية مصادر بديلة للتمويل و استخداماته الاقتصادية.

6- الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع، و ترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقرار التمويل (المصدر)

[1] طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص222-223.

[2] فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، ص20-21.

و الاستثمار(الاستخدام). و يظهر ذلك واضحا في دراسات جدوى المشروعات، وفي دراسة التصفية و الاندماج أو الانفصال.

7- يجب قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي من حيث العائد و المخاطرة و التكلفة في الأجلين القصير و الطويل(أي تغير النتائج بدلالة الزمن) وسواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية، اجتماعية أو سياسية .

8- تتطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية بها، فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح، و تحقيق الأرباح عن طريق التخصيص الدقيق لعوامل الإنتاج من أموال و قوة عاملة و موارد في تنظيم معين.

9- تهدف سياسات الاستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل.

10-يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات، مثل قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم و مصادر التمويل، تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول لضمان الربحية، حل المشكلات المالية و تحليل النشاط المالي.

المطلب الثالث: فلسفة الهندسة المالية و إستراتيجيتها

تسعى الهندسة المالية لإيجاد الأدوات المالية التي تسهم في تحقيق الأهداف المالية للمؤسسات والمستثمرين مستندة في ذلك لفلسفة واستراتيجيات معينة نوضحها على النحو التالي:

أولا: فلسفة الهندسة المالية.:

ترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل و القرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) و التباديل و التوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، و محاولة تغيير الأدوات المالية و تعديلها لتجنب المخاطر و زيادة العائد (تبديل أسهم بأسهم أو سندات بسندات أو أسهم بسندات أو عملة بأخرى حسب تقلبات و ديناميكيات الأسواق المـــالية)، و يتم ذلك بغرض تحقيق أعلى قيمة للمشروع في تاريخ محدد. إذا تركز الهندسة المـــالية على:

- إدارة عناصر المركز المالي.
- إدارة المنتجات المالية الجديدة.

و ذلك بهدف الوصول إلى أعلى قيمة للمؤسسة بالتركيز على الاستثمارات المادية و المالية و أقل تكلفة تمويل و أدنى مخاطر محتملة.[1]

[1] فريد النجار، نفس المرجع السابق، ص233-234.

ثانيا: إستراتيجية الهندسة المالية:

يقصد بإستراتيجية الهندسة المالية التشغيل الفعال لمصادر و استخدامات الأموال، بالإضافة إلى التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تنفذ في المستقبل، و تركز الإستراتيجية في الهندسة المالية على:

1- تحديد عناصر القوة الداخلية للمؤسسة المالية (الأصول المادية و المالية قصيرة الأجل و طويلة الأجل، أصول متغيرة و أصول ثابتة، و حقوق الملكية و الخصوم طويلة و قصيرة الأجل).

2- تحديد فرص الاستثمار و التمويل داخل أسواق المال و خارجها و التي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.

3- تجنب المخاطر المالية في الأدوات المالية، مثال ذلك تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض و تغيرات أسعار الصرف و المخاطر الأخرى.

4- الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال الدولية في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد و خفض المخاطر.

5- بناء و إعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والطويل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية و الخارجية بسوق المال و البيئة المحيطة :

أ- إدارة المنظومة المالية اليومية:

تخص الأوراق المالية و النقدية و أوراق القبض و أوراق الدفع و المقاصة و تبديل السندات و الأسهم و الفائدة العالية بأقل منها و فروق أسعار العملات، و تهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود و تذبذبات أسعار الصرف و أسعار الفائدة و التسويات و المقاصات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلة عن التدفقات المالية الخارجة.

ب- إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل:

و تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل، و الإدارة المثالية لكل عناصر الأصول المتداولة و الخصوم المتداولة. كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الفائدة و أسعار الصرف و معدلات التضخم خلال العام الواحد:

- إدارة النقدية و إدارة الحساب الجاري بالبنك.
- إدارة الأوراق المالية سريعة التسويق، و إدارة القروض قصيرة الأجل.
- إدارة التغيرات و الأزمات المالية و الضمانات و التسويات و المقاصة المالية.

- إدارة الضرائب و الرسوم.
- إدارة الربحية و المـــركز المالي في الأســـواق المـــالية.

ج- إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل:

لضمان تمويل الأصول الثابتة (الاستثمارات المادية) من مصادر تمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية، الأسهم العادية و الممتازة، الخصوم، القروض طويلة و متوسطة الأجل). فالاستثمار في الأصول الثابتة كالآلات و المعدات و الأراضي و المباني و السيارات و غيرها يحتاج إلى إدارة فعالة في: اختيار فرص الاستثمار، تحديد تكلفة التمويل و تحديد مخصصـــات الإهـــلاك، أي إدارة كل نوع من الأصـــول الثـــابتة و الإجـــابة على تســـاؤل حول شراء الأصل أو استئجاره، و الشـــراء نقداً أم بالتقسيط، و إدارة كل مصدر من مصادر التمويل سواء بالاقتراض أو عن طريق إصـــدار أسهم جديدة، واتخاذ قرار زيـــادة رأس المـــال و الأرباح المحتجزة و نوع العملات و الضمـــانات و الرهونات و غيرها.[1]

[1] فريد النجار، مرجع سابق، ص 235.

المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية المتداولة

تضم منتجات الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية سواء التقليدية منها كالأسهم والسندات بأنواعهما المختلفة واللتان تمثلان كل من أدوات الملكية وأدوات الدين على التوالي،أو الأدوات المالية الحديثة ممثلة في المشتقات المالية.وسنتطرق إليه على النحو التالي:

المطلب الأول: أدوات الملكية

تعتبر الأسهم من أدوات الملكية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتتميز جاذبية كبيرة نحو الاستثمار فيها لذا سنتطرق إليها في النقاط التالية:

أولا: مفهوم السهم

1- مفهوم السهم لغة :

يطلق السهم في اللغة على عدة معان، منها الحظ، النصيب، الشيء من أشياء، النبل، القدح الذي يقارع به. ويقال أسهم بينهم أي أقرع، و ساهمه أي قاسمه. وأخذ سهما أي نصيبا.[1]

2- مفهوم السهم في الاصطلاح الاقتصادي:

عرف السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بعدة تعاريف نذكر منها:

- السهم هو جزء من مجموع رأس مال الشركة، والمثبت في صك له قيمة إسمية، وتشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة.
- الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتا لحقه.

إذا فالسهم هو عبارة عن صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس المال الشركة.[2] وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها في نشرة الإصدار.

ثانيا: خصائص السهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

[1] أبو بكر الرازي،" مختار الصحاح"، دار الفكر، بيروت 1981، ص 319.

[2] محمد مطر، إدارة الإستثمارات الإطار النظري و التطبيقي، مؤسسة الوارق للنشر و التوزيع،عمان الأردن، الطبعة الثانية 1999، ص 179.

1- عدم قابلية السهم للتجزئة:

تعني عدم جواز تعدد مالك السهم أمام الشركة. وبناء على ذلك، فإن اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد، نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، لا يسري في مواجهة الشركة على الرغم من صحته. ولذلك يلتزم أصحاب السهم باختيار شخص فيما بينهم، يتولى الحقوق المتصلة بالسهم تجاه الشركة. ويعد هذا الشخص أمام الشركة الحائز الوحـــيد، فلا يكون لكل من مالكي السهم الحق في الحصول على ما يمثله نصيبه في السهم من أربـــاح، كما لا يكون لكل منهم صوت في الجمعية العمومية.

2- تداول الأسهم:

من أهم خصائص السهم قابليته للتداول، على خلاف الحصة في شركات الأشخاص، التي لا يجوز في الأصل التنازل عنها لأجنبي من الشركاء؛ إذ تكون المرتبة الأولى للاعتبار الشخصي.

وقابلية السهم للتداول تجيز حرية التنازل عنه لغيره دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة للتنازل. ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ بالاعتبار المالي دون الاعتبار الشخصي. وتختلف سبل تداول الأسهم باختلاف أنواعها.

3- تساوي قيمة الأسهم:

يقسم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، وتحدد القوانين التجارية للدول الحد الأدنى و الأقصى لقيمة كل سهم. ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم؛ وهي الحق في الأرباح والتصويت، وكذلك المساواة في الالتزامات التي يرتبها السهم. إلا أن هذه المساواة ليست من النظام العام، وذلك لجواز نص نظام الشركة، على إصدار أسهم ممتازة، تخول أصحابها الأولوية في الأرباح أو في موجودات الشركة، أو في منح أصحابها عددا أكبر من الأصوات.

وعلى الرغم من أن هذا النوع من الأسهم يعطي بعض الميزات لأصحابها، إلا أنه يجب أن تتحقق المساواة بين الأسهم المتشابهة التي تنتمي إلى فئة واحدة. ما يعني وجوب تساوي قيمة الأسهم الممتازة، التي تصدرها الشركة نفسها في القيمة والحقوق والالتزامات.

4- الحق في التصويت:

بمجرد أن يشتري الفرد أو متعامل اقتصادي آخر سهم إحدى الشركات يتحصل على شهادة ملكية تعطي له الحق في التصويت في الجمعية العمومية للشركة.[1]

1 Abdelkader Beltas, le développement du marche du capitaux et la structure des taux d'interet , édition el Borhane, 2002 page 58.

5- الحصول على الأرباح

إن الهدف من شراء الأسهم هو الحصول على عائد، لكن المساهم ليس له الحق في الحصول على أرباح إلا عند وجودها و اتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين.

6- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة

وهذا يعني بأن لمساهمي الشركة الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي قد تقرر الشركة إصدارها ولهذا الحق مزايا عديدة من أهمها:

- المحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لصالح المكتتبين.

- المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح الموزعة، وأيضا الاحتياطات في حالة بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية.

7- الحصول على جزء من موجودات الشركة

في حالة تصفية الشركة وبعد سداد حقوق الدائنين و أصحاب الأسهم الممتازة، يحق لحملة الأسهم الحصول على جزء من موجودات الشركة.[1]

ثالثا: أنواع الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع متعددة بحسب عدة اعتبارات، وذلك على النحو التالي:

1- باعتبار الشكل القانوني: نميز بين الأنواع التالية:

أ- الأسهم الاسمية: هي تلك الأسهم التي تحمل إسم حاملها وتحتوي على البيانات التالية:

- إسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم.
- نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها.
- نوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها التجاري.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

ب- أسهم لحاملها: هي التي لا يذكر فيها إسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب حيازته المادية، التي تعتبر قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في سند الملكية.

ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يتم تداوله بأقصى سرعة ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداولات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قسمة

[1] مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993، ص 84.

أموالها وأرباحها. ولا تلتزم الشركة بالاعتراف إلا بمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير بطرق غير قانونية.

ج- السهم لأمر:

هو ذلك السهم الذي يكتب عليه عبارة (للأمر) و يتداول بطريقة التظهير.و للشركة أن تصدر أسهما لأمر وتشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع تعقب تداول الأسهم،ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من أصل قيمة السهم.

2- من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

أ- الأسهم العادية:

هي التي تتساوى فيها قيمتها وتعطي المساهمين حقوقا متساوية، ويحصل حاملها على قدر من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو ميزة أخرى، ويتحمل الخسارة بقدر أسهمه. ولقد ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم العادية أهمها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمؤسسة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وتتمثل في:[1]

– الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لإشراكهم في ملكية الشركة بخصم تلك التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل إحتساب الضريبية .

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقس، الأسواق والمؤسسات المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 265 .

– الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على المؤسسة التي أصدرته وذلك في حالة إنخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا إنخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

وهذا التعويض يمكن أن يأخذ عدة أشكال، إما بإصدار أسهم عادية إضافية وفي هذه الحالة يتوقف نصيب كل مساهم على عدد الأسهم التي اشتراها، أو على مقدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم. و إما أن يكون التعويض في شكل صورة نقدية، أو بإصدار أسهم ممتازة بشرط أن تكون القيمة الاسمية للسهم الممتاز مساوية للقيمة الاسمية للسهم العادي.

ب- السهم الممتاز:

هو ورقة مالية تشبه سمات سهم العادي. ويختص السهم الممتاز دون غيره ببعض المزايا، ويطلق عليه سهم الأولوية أو الأفضلية ويتخذ الامتياز الممنوح لهذا السهم إحدى الصور التالية: :[1]

- منح حامله حق الأولوية في الأرباح.

- لحامل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة، فتستوفى قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية .

هذا و يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم الممتازة أهمها:[2]

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:

هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها المؤسسة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب .

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد حصولهم على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي .

[1] شمعون شمعون، البورصة – بورصة الجزائر- ،دار هومة للطباعة و النشر، الطبعة الثانية الجزائر،2005، ص 24 .

[2] محمد مطر، إدارة الإستثمارات الإطار النظري و التطبيقي،مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع،عمان الأردن، الطبعة الثانية 1999.، ص 183

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية .

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل المؤسسة المصدرة إذا كانت قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي المؤسسة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها إلى المؤسسة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال إذ يمكنها تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين. وغالبا ما يصدر شرط قابلية استدعاء مقترنا بشرط قابلية التحويل إلى أسهم عادية، وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل في صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة .

ج- أسهم التمتع:

هي أوراق مالية يتسلمها المساهم عندما يستوفي كل القيمة الاسمية لسهمه، و يشترط في تقديم هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة، و يتم ذلك عن طريق القرعة.

و أسهم التمتع تعطي للمساهمين بدلا من الأسهم التي تم استهلاكها بطريق القرعة و يكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي، أي أن الحكومة يؤول إليها جميع ما تملكه الشركة صاحبة الامتياز، و من ثم تقوم الشركة باستهلاك نصيب من الأسهم، حتى يتم استهلاك جميع الأسهم بانتهاء مدة الامتياز .

3- باعتبار الحصة المدفوعة:

أ- السهم النقدي:

هو الذي يكتتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا. ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

ب- السهم العيني:

هو الذي يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة يصادق عليه من طرف خبير محاسبي .فلا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها.

المطلب الثاني: أدوات الدين

تعتبر السندات أهم أدوات الدين وهي الأداة الرئيسية الثانية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية وسوف ندرسها كما يلي:

أولا: مفهوم السند:

1- مفهوم السند لغة:

يأتي بمعنى الاعتماد والركون إليه و الاتكاء عليه، وما ارتفع من الأرض و جمعه إسناد، و لكن عندما أصبح السند علما لنوع من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات.[1]

2- مفهوم السند في الاصطلاح الاقتصادي:

السندات صكوك متساوية القيمة، تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حامليها فيما قدموه من مال، أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها، و تكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية.[2]

ثانيا: خصائص السندات:

من أبرز خصائص السند نذكر:

1- أداة دين:

يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية، بينما يرتب السهم لحامله حق ملكية لذا يكون لحامل السند الأولوية على حامل السهم في استفاء حقوقه.

2- أداة استثمار ثابتة الدخل:

يعتبر السند من أدوات الاستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، وتبعا لتغيير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز .

1 أبو بكر الرازي، مختار الصحاح، دار الفكر، بيروت 1981، ص 133.

2 شعبان محمد إسلام البرواري،مرجع سابق، ص 129.

3- محدودية الأجل:

يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، و ينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما مادامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقي.

4- القابلية للتداول:

يشبه السند السهم في هذه الخاصية ويخضع لنفس أحكام تداول السهم، وهذه الخاصية تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

ثالثا: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة منها:

1- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار

أ- سندات حكومية:

تصدر السندات الحكومية من قبل الدولة ومؤسساتها، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية . والهدف من إصدار هذه السندات هو تمويل النفقات العامة للدولة.

ب- سندات خاصة:

هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، أو الشركات التجارية و الصناعية والخدمية، و ذلك لتمويل مشاريعها.

2- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار

أ- سندات لحاملها:

يكون السند لحامله عند ما يصدر خال من إسم المستثمر، و يتم تداوله بالتسليم و لا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو إثبات التنازل في سجلاتها.[1]

ب- سندات إسمية أو مسجلة:

يكون السند إسمي أو مسجلا متى حمل إسم مالكه على الصك كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كل من الدين والفائدة، أو أن تكون مسجلة تسجيلا جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على تسجيل أصل الدين فقط . و لا تتداول هذه السندات إلا بعد موافقة الشركة و إثبات التنازل عنها في سجلات الشركة.

[1] صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا ،مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 2000، ص 182 .

3- على أساس الاستحقاق:

تقسم السندات وفق هذا المعيار إلى:

أ- سندات ذات استحقاق ثابت:

هي سندات ذات قيمة واحدة، تعطى عليها فوائد ثابتة، فضلا عن قيمتها عند نهاية مدة القرض.

ب- سندات ذات استحقاق بعلاوة إصدار:

هي سندات تصدر بقيمة إسمية معينة تكون أعلى من القيمة النقدية عند الاكتتاب (سعر الإصدار). ô عندها يسمى الفرق بين سعر الإصدار و السعر الاسمي بعلاوة الإصدار.[1]

4- تقسيم السندات على أساس الأجل

أ-سندات قصيرة الأجل:

هي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا ويعتبر هذا النوع أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد، ومن بينها سندات الخزينة، وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب إنخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا

ب- السندات الطويلة الأجل:

هي السندات التي يزيد أجلها عن 7 سنوات وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق الأوراق المالية، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى، ومن أمثلته السندات العقارية .

5- تقسيم السندات على أساس الضمان

أ-السندات المضمونة:

مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته .

ب- السندات غير المضمونة:

يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين .ويطلق عليها السندات العادية والضمان الوحيد الذي يتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة.

ô هو المبلغ الحقيقي المدفوع من طرف المكتتب

[1] Conso. Pierre, Hemici. Farouk, "Gestion Financière de l'Entreprise", 8ème Edition, DUNOD, France 1996, P 421

6- تقسيم السندات حسب نوع العائد:

أ-سندات ذات فائدة دورية ثابتة:

هي تلك السندات التي تستحق فائدة بمعدل ثابت بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.

ب- سندات ذات إيراد متغير:

حيث ينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية ودخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة، ويسمى هذا النوع بسندات الدخل.

7- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل

أ- السندات القابلة للتحويل:

هي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم .

ب- السندات غير القابلة للتحويل:

هي التي لا تعطي للمستثمر فيها حق التحويل، وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

رابعا: مقارنة بين الأسهم والسندات

من الضروري الإشارة إلى وجود اختلافات جوهرية بين الأسهم و السندات، تتمثل في تلك الفروقات و العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يريد اتخاذ قرار اقتناء الأسهم و السندات و أهم هذه الاختلافات تتمثل في:

- السهم جزء من رأسمال الشركة و حامله شريك بقدر رأسماله، في حين السند دين على الشركة و حامله دائنا لها بقيمة سنده.

- ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة و قد تكون هناك خسارة، بينما ربح السند ثابت لا يتأثر بنتائج الشركة

- للسندات أجل محدد يتوجب على الشركة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها، بينما الأسهم ليس لها أجل محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة.

- لحامل السهم الحق في الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة، بعكس حامل السند.

- يمكن لحامل السهم أن يسترد رأسماله ببيع أسهمه في البورصة، لكن لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده بينما حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المتفق عليه تاما، لا يزيد و لا ينقص.

- في حالة تصفية الشركة يستحق حامل السهم عند نصيبه بعد تسوية كافة الديون، بينما حامل السند له حق الأولوية في الحصول على مستحقاته.

- من وجهة نظر الشركة المصدرة تعتبر فوائد السندات من النفقات فهي لا تخضع للضريبة بينما عوائد الأسهم فإنها تعتبر توزيع للأرباح أي أنها تخضع للضريبة.

و يمكن إضافة بعض الخصائص و الاختلافات بين الأسهم و السندات من خلال الجدول التالي:[1]

جدول (2-1): المقارنة بين الأسهم و السندات

وجه المقارنة	السهم	السند
ماهيته	جزء من رأسمال الشركـــة، و حامله شريك فيها بقدر رأسماله.	دين على الشركة'و حامله دائن لها بقيمة السند.
دور حاملها في إدارة الشركة	حامله له الحق في الرقابـــــة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	حامله ليس له الحق في الإدارة.
الدخل الذي يوفره لحامله	ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة و قد تكون هناك خسارة.	ربح السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة.
الأخطار	حامله لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في السوق أو عند تصفية الشركة.	لا يتعرض لأخطار لأن حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق.
الأولوية في التسديد	عند الخسارة و تصفية الشركة، يكـــون نصيب حامله' الباقي بعد تسديد كافة الديون.	حامله تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
أجل الاستحقاق	الأسهم ليس لها أجل استحقاق محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة.	السند له أجل معين 'يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمته لحامله.

Source: www.sarambite.com date de consultation le: 22-03-2006

[1] **Source:** www.sarambite.com date de consultation le: 22-03-2006

المطلب الثالث: المشتقات المالية

لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية نهاية ما تم التوصل إليه في عالم المال والأعمال،لأن هناك أدوات مالية جديدة قدمتها لنا الهندسة المالية، كان لها أثر كبير في إيجاد حلولا إبداعية لمشاكل التمويل، والتحوط من المخاطر التي تزداد في بيئة الاستثمار تمثلت هذه الأدوات في مختلف أنواع المشتقات المالية التي سنتناولها على النحو التالي:

أولا:مفهوم المشتقات المالية:

هناك عدة تعاريف للمشتقات المالية من أهمها :

التعريف الأول:

هي أدوات مالية تشتق قيمتها من أدوات مالية أساسية كالأسهم أو السندات،وعقود بيع أو شراء السلع أو غيرها،وتلك الأدوات تستخدم في حماية المنشآت من مخاطر التقلبات التي يمكن أن تعرض لها في مجال أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الفائدة.[1]

التعريف الثاني:

هي عقود تؤدي إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى،حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية التي نتجت عنها هذه المخاطر.[2]

التعريف الثالث:

هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.[3]

التعريف الرابع:

عرف المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 لأداة المشتقة بأنها أداة مالية تتغير قيمتها تبعا للتغير في سعر فائدة محدد أو سعر ورقة مالية أو سعر سلعة معينة أو سعر صرف إحدى العملات أو أحد مؤشرات الأسعار أو أي متغير مماثل،كما أنها لا تتطلب استثمار مبدئي أو قد تتطلبه قليلا إذا ما قورنت بالعقود التي لها نفس الاستجابة للتغيرات في ظروف السوق،كما أنها تسوى أو تسدد في تاريخ مستقبلي.

---

[1] Belk,P.A&M.glun: the management of foreign exchange risk in UK multinational,A empirical investigation,Accounting and Business Research,winter 1990:

[2] عادل محمد رزق، الإستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي،دار طيبة للنشر والتوزيع،القاهرة 2004، ص.95

[3] عدنان الهندي،الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية،سنة1996،ص15.

من خلال العرض السابق يمكن القول بأن المشتقات المالية هي أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة،وسميت بهذا الإسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم أو السندات،كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات.فهي عبارة عن عقود مالية تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها.ومن هذا المنطلق فإن أبرز خصائص المشتقات المالية:

- ترتبط عقود المشتقات المالية بسعر فائدة محدد،سعر ورقة مالية،سعر سلعة، سعر صرف أجنبي.
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد.
- يتم تسوية المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب المشتقات عادة إستثمارات مبدئية.

ثانيا: أهمية المشتقات المالية:

تؤدي المشتقات المالية دورا مهما في سوق الأوراق المالية ويبرز ذلك من خلال العناصر التالية:

1- إدارة المخاطر:

فعن طريق المشتقات المالية يمكن ابتكار طرق جديدة لإدارة المخاطر،فمن خلالها يمكن تجزئة المخاطر الموجودة بالأدوات المالية التقليدية،كمخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار الصرف، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر عن طريق عملية التحوط.[1]

2- زيادة الاستثمار:

تمكن المشتقات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الاستثمارية وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية،ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق،فضلا عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين،الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين مع الجهات التي تقدم هذه الخدمات.[2]

3- تخفيض التكلفة:

تقلل المشتقات المالية من تكاليف المعاملات التقليدية في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية،إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية.الأمر الذي يسهم في زيادة الكفاءة التشغيلية للأسواق.

[1] هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها،الوراق للنشر والتوزيع، الأردن 2007، ص 110.

[2] Muler.Paul A," covered options : trading and derivations",Global Investor,April 1998,p 64

4- السيولة:

تتمتع المشتقات المالية بسيولة عالية، مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم،إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق،وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز أو إلغائها تبعا لحاجياته ورغباته.

5- الزيادة في النمو الاقتصادي:

إن تعدد المشتقات المالية أدى إلى وجود الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات،الأمر الذي ساهم في نموها إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع والأوراق المالية،الأمر الذي من شأنه أن يزيد من فرص تحقيق الإيرادات ممثلة بالرسوم والعمولات.

6- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

يدخل المضارب طرفا في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يكفي أن يدفع المضارب في عقود المستقبليات المالية سواء كان مشتريا أو بائعا، قيمة الهامش المطلوب، وفي عقود الخيارات المالية أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار

7- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية :

نظرا لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها لجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتجيات الاستثمارية.[1]

8- تحقيق سمة الكمال للبورصة:

يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه، فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة.

[1] د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدار ة المخاطر : الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني :المشتقات، ط1 ، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية2003 . ص 23.

ثالثا: مخاطر المشتقات المالية:

هناك مجموعة من المخاطر المحيطة بالتعامل بعقود المشتقات المالية وأهمها ما يلي [1]:

1- مخاطر الائتمان :

هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن تخلف أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية.

2-مخاطر السيولة :

تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق المالية محل التعاقد في موعدها مما قد يضطره إلى الاقتراض أو تسييل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير .وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المالية المتعاقد عليها في موعدها .في هذه الحالة أيضا قد يضطر إلى اقتراض الأوراق المالية محل التعاقد أو الدخول في عقد جديد.

3- مخاطر الإحلال:

هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة الحاضرة.

4- المخاطر التشغيلية:

تنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات المقاصة والتسوية بكفاءة عالية الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في البورصة لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

5- المخاطر القانونية:

ترجع هذه المخاطر إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونا،خاصة في حالة عقود الخيارات. لأن ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

[1] خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية،رسالة تخرج لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة،الجامعة الإسلامية بغزة 2006،ص133.

6- المخاطر السوقية:

كل تغير في حركة الأسعار في البورصة الحاضرة يقترن بتغير مماثل في بورصات عقود المشتقات المالية باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية البورصة، وهذا يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات

رابعا: المتعاملون في المشتقات المالية

يمكن إبراز أهم المتعاملين بالمشتقات المالية كما يلي:[1]

1- تجار التجزئة:

ويستخدم هؤلاء المشتقات بقصد حماية أنفسهم من مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

2- صناديق المعاشات:

تستخدم هذه الصناديق المشتقات المالية بهدف حماية العائد على الاستثمار في السندات، أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض مخاطر السوق.

3- بنوك الاستثمار:

تستخدم هذه البنوك المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية.

4- المصدرون والمستوردون:

يستخدم هذا النوع من المتعاملين المشتقات المالية بهدف التغطية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

خامسا: أنواع المشتقات المالية

تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من الأنواع يمكن استعراضها في النقاط التالية:

1- عقود الخيارات options:

أ- مفهوم عقد الخيار:

- الخيار لغة:

الخيار هو اسم مشتق من الاختيار وهو الاصطفاء، الاختيار وهو طلب خير الأَمرين، خيرته بين الشيئين أي فوضت إليه الخيار.[2]

---

[1] د.سمير عبد الحميد رضوان،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها،دار النشر للجامعات،القاهرة 2005،ص 74

[2] محمد بن مكرم بن منظور الأفريقي المصري، لسان العرب، دار صادر ، بيروت المجلد الرابع ،ص 264.

- الخيار في الاصطلاح الاقتصادي:

يعرف البعض الخيار على أنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه وبسعر محدد، ولكن إذا رغب المشتري في ذلك وهو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة.[1]

ومنهم من يعرفه على أنه ورقة مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها،وإنما قيمتها مستمدة من الورقة المالية التي أبرم عقد الخيار عليها،ولا يعطي الخيار حامله الحق في جزء من ملكية الشركة إلا بعد تنفيذه.[2]

مما سبق يمكن القول أن الخيار هو عقد بين طرفين هما مشتري حق الخيار وبائع هذا الحق، ولمشتريه الحرية المطلقة في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته مقابل دفع ثمن محدد يطلق عليه علاوة premium إلى البائع لحق الخيار مقابل تحمله الخسائر التي قد يتحملها المشتري أثناء ممارسته لهذا الحق. [3]

وتشمل عقود الخيارات الأسهم والسندات ومؤشرات الأسهم والعملات الأجنبية والسلع ومعدلات الفائدة في المستقبل والمعادن النفيسة.

ب- أركان عقد الخيار: من أهم أركان عقد الخيار نجد:[4]

- مشتري الخيار:

هو الذي له حق الخيار من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغا يتفق عليه بينهما كمكافأة أو تعويض لمحرر العقد، و مشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ عقد الخيار.

- محرر الخيار:

هو الذي يقوم ببيع الخيار لصالح المشتري مقابل الحصول على مكافأة من مشتري الحق وهو ملزم بتنفيذ عقد الخيار إذا رغب مشتري الحق في ذلك.

- سعر التنفيذ: هو السعر المحدد للأصل محل التعاقد وهو الذي سيتم به تنفيذ عقد الخيار.

- السعر السوقي: هو سعر الأصل عند تنفيذ العقد بين الطرفين.

- تاريخ التنفيذ: وهو التاريخ الذي يقوم به مشتري حق الخيار بتنفيذ العقد .

- المكافأة: هي المبلغ المتفق على دفعه من طرف مشتري حق الخيار إلى محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ.

---

[1] خالد وهيب الراوي، الإستثمار : مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع،الأردن 1999، ص 309.

[2] منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية،المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية البحرين 1994، ص 181.

[3] محمد محمود حبش،الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة تطبيقات عملية، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الأولى 1998،ص 175.

[4] محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات،الدار الجامعية للنشر والتوزيع 2000، ص 332 .

و يجدر بنا الحديث بأن قيمة المكافأة أو العلاوة التي يقدمها مشتري الحق لبائع تتأثر بمجموعة من العوامل أهمها:

- **القيمة السوقية للسهم:**

فعند اتجاهها نحو الزيادة تزيد مكافأة خيار الشراء وتنخفض مكافأة خيار البيع،أي أن القيمة السوقية للسهم تؤثر إيجابا أو سلبا على مقدار المكافأة التي يحصل عليها محرر الخيار.

- **سعر التنفيذ:**

فإذا انخفض هذا السعر عن القيمة السوقية،فإن هذا من شأنه أن يرفع مكافأة خيار الشراء ويخفض مكافأة خيار البيع، ويحدث عكس ذلك في حالة ما إذا زاد هذا السعر عن القيمة السوقية.

- **تاريخ التنفيذ:**

فكلما طالت الفترة الزمنية لتنفيذ عقد الخيار، زاد مقدار العلاوة التي يحصل عليها محرر الخيار.

- **تقلب سعر السهم:**

فإذا كان سعر السهم متقلبا فإن هذا يعطي لمشتري الخيار فرصة أكبر لتحقيق الأرباح، الأمر الذي يجعل محرر الخيار بعلاوة أكبر مقابل مخاطر إمكانية التنفيذ.فوجود تقلب في الأسعار يؤدي إلى زيادة مقدار العلاوة.

- **أسعار الفائدة:**

عند ارتفاع أسعار الفائدة تزيد علاوة خيار الشراء وتنخفض علاوة خيار البيع،وذلك لزيادة الطلب على الخيار دون الأسهم بهدف الاستفادة من ارتفاع السعر،ومع ارتفاع سعر الفائدة يتوقع زيادة الطلب على خيار الشراء الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قيمة المكافأة،بينما يرضى محرر خيار البيع بمكافأة منخفضة واستثمارها بمعدل الفائدة المرتفع.

- **توزيع الأرباح:**

بعد إجراء توزيعات للأرباح في نهاية السنة المالية، فإن القيمة السوقية لعقد الخيار لا بد أن تنخفض في حالة عقد خيار الشراء، وذلك بسبب انخفاض القيمة السوقية للسهم نفسه، فانخفاض القيمة السوقية للسهم يؤدي إلى انخفاض احتمالات تنفيذ عقود خيار الشراء في هذا المجال، وتكون الصورة معاكسة في حالة عقود خيار البيع.[1]

[1] Livingston, Miles , Money And Capital Markets – Financial Instruments & Their Uses, First Edition, Prentice-Hall Inc, New Jersey., 1990, p 340

ج- أنواع الخيارات:

يمكن تقسيم الخيارات وفق المعايير التالية:

- حسب موعد التنفيذ: يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين هما:

– الخيار الأمريكي:

في هذا النوع من الخيارات يعطى لحامله الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر متفق عليه،كما يمكنه من تنفيذ هذا العقد خلال الفترة التي تمتد بين إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه.[1] ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافأة المدفوعة من قبل مشتري الحق .

– الخيار الأوروبي:

وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي غير أنه يختلف عنه فقط في موعد التنفيذ إذ لا يمكن لمشتري الحق في الخيار الأوروبي تنفيذ العقد إلا في التاريخ المحدد سلفا.[2] ويمتاز هذا النوع بانخفاض قيمة المكافأة التي يدفعها مشتري الحق لأنه لا يعطي لمشتري الحق فترة زمنية مرنة كالخيارات الأمريكية.

- حسب طبيعة وشروط العقد: وهو نوعان هما:

– خيار الشراء أو الطلب Call Option:

Ã مفهوم خيار الشراء:

هو عقد يعطي لمشتريه حق شراء عدد معين من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر محدد وقت التعاقد (يسمى سعر التنفيذ) إما في اليوم الأخير للعقد (الخيار الأوروبي) أو طيلة الفترة الزمنية المنصوص عليها في العقد (الخيار الأمريكي)،ولمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد،لكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك. لذا فإن لمشتري حق خيار الشراء عدة إمكانيات حتى تاريخ التنفيذ أهما:

ü أن يمارس حقه بأن يشتري الأصل، ويدفع سعر التنفيذ المحدد عند التعاقد.وذلك إذا صدقت توقعاته بارتفاع سعر الأصل.

ü أن يبيع خيار الشراء بالسعر السوقي ويلغي وضعيته وذلك إذا كانت قيمته السوقية أعلى من قيمته الذاتية.*

1 خالد وهيب الراوي، المرجع السابق،ص309.

2 حسين علي خريوش وآخرون، الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة التجهيز المكتبية، الأردن 1996،ص 675.

* القيمة الذاتية للخيار هي الفرق بين القيمة السوقية للأصل وسعر التنفيذ

ü أن يحافظ على حقه بالشراء دون أن ينفذه إلى أن ينعدم هذا الحق،وذلك إذا لم يتحقق توقعه بارتفاع السعر.

Ã أهمية خيار الشراء:

يلجأ المتعاملون في سوق الأوراق المالية لاستخدام عقود خيار الشراء للأغراض التالية:[1]

ü بهدف المضاربة:

حيث يحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق خيار الشراء إذا ما تحققت توقعاته بشأن إرتفاع الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ المحدد في السوق.

ü بهدف التحوط:

إذا قام أحد المستثمرين ببيع على المكشوف 100 سهم من أسهم إحدى الشركات بسعر 120 دولار، والبائع على المكشوف مضارب دائما على هبوط الأسعار، ولكي يؤمن نفسه ضد مخاطر ارتفاع السعر(ضد الخسائر) فإنه يقوم بشراء عقد خيار الشراء من السوق، فإذا افترضنا أن ثمن شراء هذا العقد 350 دولار بواقع 3.5 دولار عن كل سهم، فإذا انخفض السعر إلى 110 دولار فإنه يحقق ربحا قدره 10000 دولار من عملية البيع على المكشوف.فإذا كان عليه أن يدفع 350 دولار ثمن حق الخيار (المكافأة) فضلا عن 50 دولار كعمولة سمسرة، و50 دولار كضريبة فإن صافي الأرباح المحققة هو: 1000- 350 – 50-50 = 550 دولار.

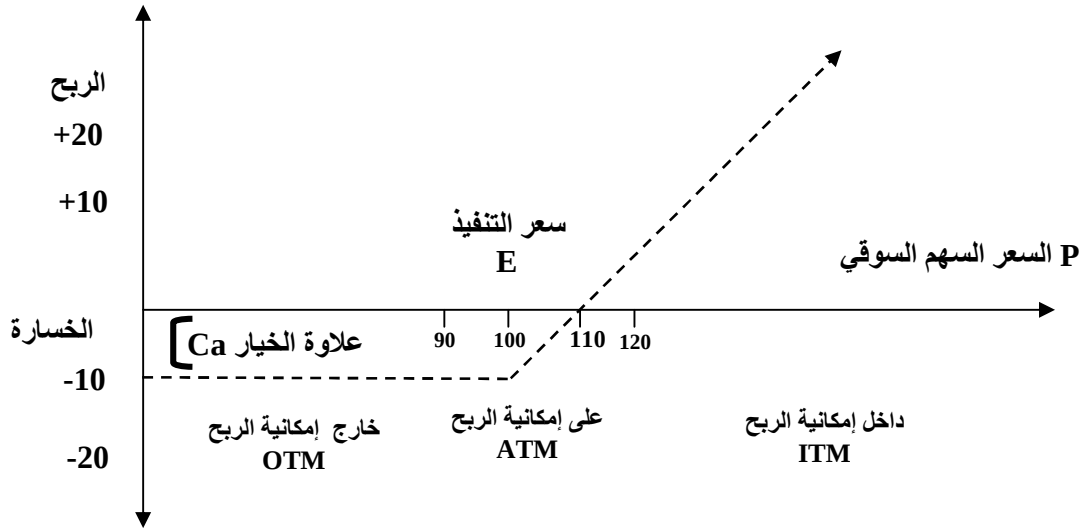
أما لو ارتفع السعر خلافا لتوقعاته مثلا 130 دولار فإن بوسعه استخدام عقد خيار الشراء في تغطية عملية البيع على المكشوف والتي تمت بسعر 120 دولار.فإن خسارته في هذه الحالة تتحدد فقط في ثمن شراء خيار الشراء(مقدار المكافأة) مضافا إليها عمولة السمسرة والضرائب.

ويطلق على خيار الشراء الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ بأنه ضمن إمكانية تحقيق الربحIn The Money Option، وعندما يكون السعر السوقي للسهم مساويا أو أقل أو أكثر قليلا لسعر التنفيذ فيطلق عليه على إمكانية الربح At The Money Option، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ فيطلق عليه على إمكانية الربح Out The Money Option.[2]ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

[1] محمد محمود حبش، المرجع السابق،ص 142.

[2] Samules,J.M,Wilkes,F.m and Bray Shaw,R.E Management of Company Finance .6th.ed,International Thomson Business,1995.P:300

الشكل (2- 1): خيار شراء طويل الأجل

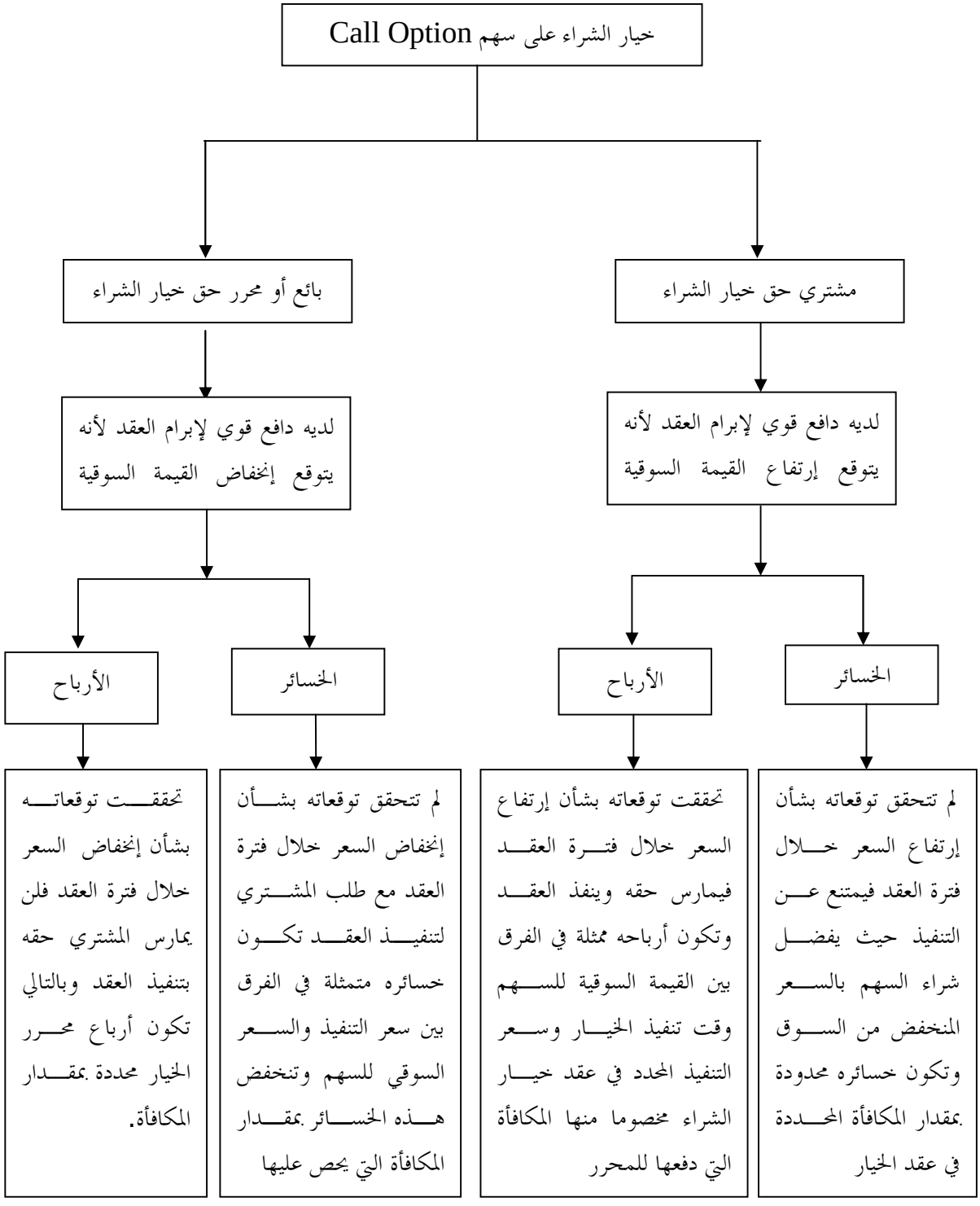


Source: Samules,J.M,Wilkes,F.m and Bray Shaw,R.E, Management of Company Finance .6th.ed,International Thomson Business 1995,P:300.

من خلال الشكل نجد أن مشتري حق خيار الشراء يغطي مبلغ العلاوة المدفوعة للبائع ويكسب عندما يرتفع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ يعني داخل إمكانية الربح **ITM** .أما عندما ينخفض سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ فإن أقصى ما يمكن أن يخسره هو مقدار العلاوة أي يكون خارج إمكانية الربح **OTM.**

ويمكن إبراز الدوافع للتعامل بخيار الشراء من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-2): التعامل بخيار الشراء



المصدر: عادل محمد رزق، مرجع السابق، ص 105.

– خيار البيع أو الدفع Put Option:

Ã مفهوم خيار البيع:

عرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه حقا بأن يبيع لمحرر العقد (بائع حق الخيار) أسهما بسعر معين متفق عليه (سعر التنفيذ) لمدة زمنية معينة بعلاوة متفق عليها.[1]

في حين عرفه فرانسيس هيرست: بأنه عقد على دفع مبلغ من المال مقابل أن يكون لمن دفع ثمن الخيار حقا في أن يبيع لمن حرر له العقد ورقة مالية معينة في تاريخ معين بالسعر المسمى في العقد.[2]

ولمشتري حق خيار البيع عدة إمكانيات حتى تاريخ التنفيذ أهما:

- أن يمارس حقه بأن يبيع الأصل، ويدفع سعر التنفيذ المحدد عند التعاقد.وذلك إذا صدقت توقعاته بانخفاض سعر الأصل.
- أن يبيع خيار الشراء بالسعر السوقي،ويلغي وضعيته وذلك إذا كانت قيمته السوقية أعلى من قيمته الذاتية.
- أن يحافظ على حقه بالبيع دون أن ينفذه إلى أن ينعدم هذا الحق،وذلك إذا لم يتحقق توقعه بانخفاض السعر.

Ãأهمية خيار البيع:

يلجأ المتعاملون في سوق الأوراق المالية لاستخدام عقود خيار البيع لعدة اعتبارات أهمها:

- **ü** يجري شراء عقود خيار البيع من جانب أولئك الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية محل التعاقد.
- **ü** تستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف Short Sale لأنه لما كان أمام المضارب الذي يتوقع انخفاض في السعر أن يبيع على المكشوف أو أن يشتري خيار بيع،فإنه يفضل الأسلوب الأخير على الأسلوب التقليدي، وهو يتوقع أنه سيكون بمقدوره أن يشتري الأسهم بسعر التعاقد محققا الفرق بين السعرين.
- **ü** يستخدم في التأمين ضد المخاطر؛ فالمستثمر الذي يشتري ورقة مالية معينة وهو يأمل أن يبيعها ويغتنم الفرق بين سعري البيع والشراء،وقد يتحوط في ذات الوقت ضد أي هبوط في السعر من خلال شراء عقد خيار البيع لتغطية عملية الشراء.بما يمكنه من تعويض أي خسارة تلحق به إذا انخفضت الأسعار ببيع الورقة بنفس سعر شرائها. أما لو ارتفعت الأسعار فلن يكون في حاجة إلى

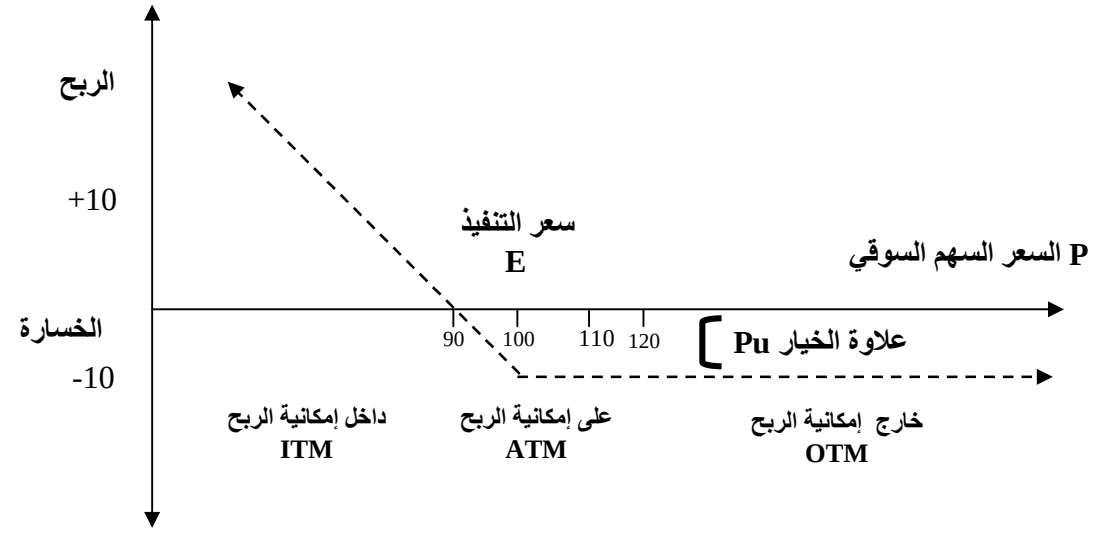
[1] Freddrick Amling,Investment, fourth edition,prentece hall inc,New Jersy,p 183.

[2] سمير عبد الحميد رضوان،المرجع السابق،ص 165.

استخدام عقد خيار البيع وسيخسر في هذه الحالة ثمن شراء هذا عقد خيار البيع، ويربح الفقر بين سعر التعاقد وسعر البيع.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (2- 3): خيار بيع طويل الأجل

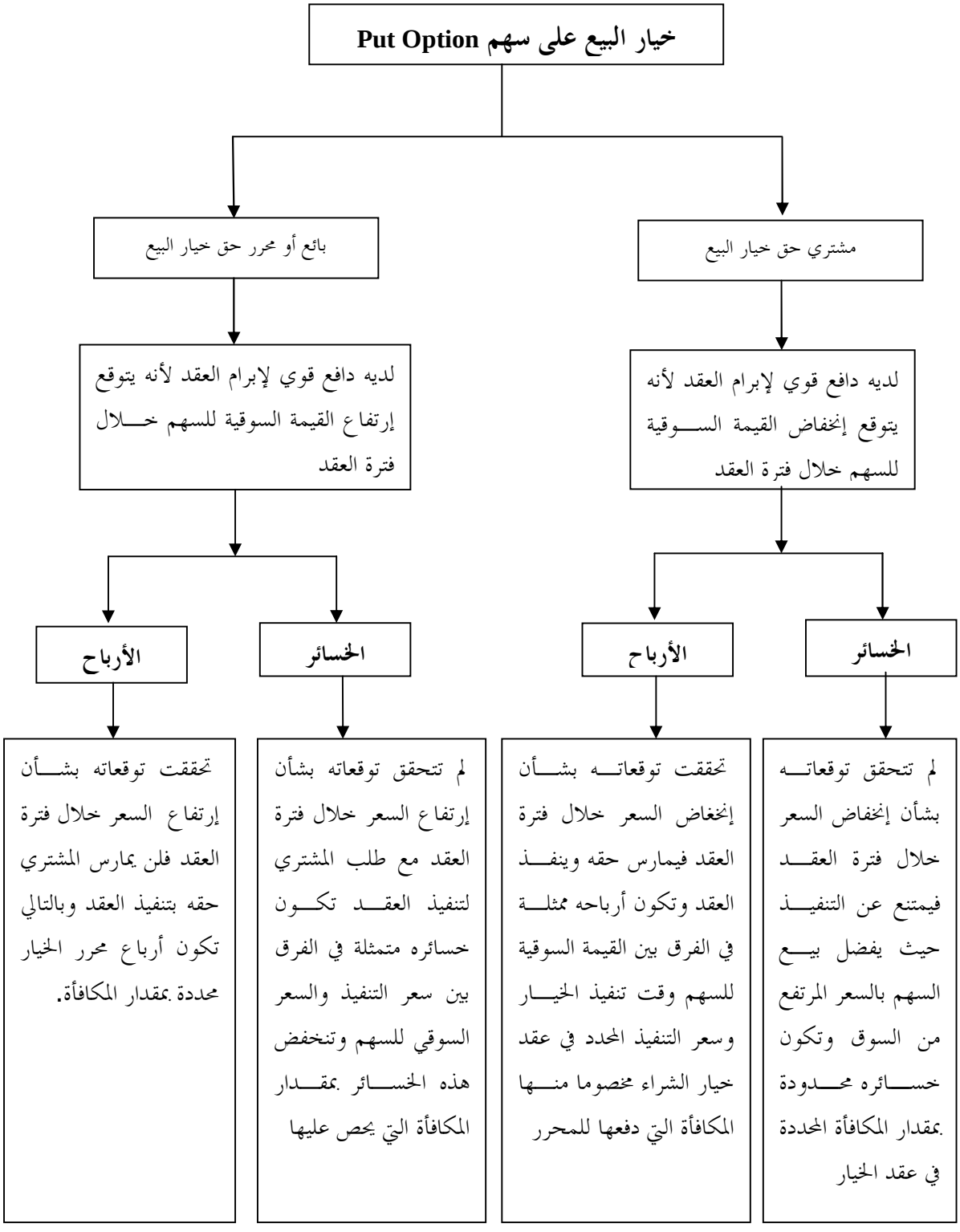


Source: Rose,Peter. Money and Capital Markets. The Financial System in an Increasingly Global Economy, 5th.ed, Irwin 1994, P: 335

من خلال الشكل نجد أن مشتري خيار البيع يعطي مبلغ العلاوة المدفوعة للبائع ويكسب عندما ينخفض السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ.أما عندما يرتفع سعر السهم عن سعر التنفيذ فإن أقصى ما يمكن أن يخسره هو مقدار العلاوة.

ويمكن إبراز الدوافع للتعامل بخيار البيع من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-4): التعامل بخيار البيع



المصدر: عادل محمد رزق، المرجع السابق،ص 106.

- الخيار المزدوج:

هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء،وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون بائعا أو مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد.وذلك مرهون بمصلحة المشتري حيثما كانت.فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية في السوق خلال فترة العقد كان مشتريا وإذا ما انخفضت كان بائعا.وينقسم هذا إلى:

Ã عقد الخيار المزدوج المتساوي: هو عقد يخول لمشتري الخيار الحق أن يبيع لمحرر الخيار عددا معينا من الأسهم المسماة في العقد،بسعر معين خلال مدة معينة،أو أن يشتري منه خلال نفس المدة وبنفس السعر، الأسهم المسماة في العقد.

Ã عقد الخيار المزدوج المتفرق: يشبه هذا العقد الخيار المزدوج المساوي غير أنه يختلف عنه من حيث سعر التعاقد فقط.ففي هذا العقد يختلف سعر خيار الشراء عن سعر خيار البيع.

- الخيار المتعدد أو المضاعف:

هو عقد يخول لصاحبه أن يضاعف الكمية التي يشتريها أو التي يبيعها إذا رأى أن تنفيذ العقد في صالحه خلال مدة العقد.ونظرا لتعاظم المخاطر التي يتعرض لها بائع هذا الخيار فإنه يحصل على ضعف ثمن الخيار الذي يحصل عليه سواء في خيار الشراء أو خيار البيع. [1]

ويمكن توضيح أهم الفروق بين خيار الشراء والبيع من خلال الجدول التالي:

جدول (2-2): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

	خيار الشراء	خيار البيع
المشتري الخيار	حق شراء أصل في تاريخ التنفيذ	حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ
	ملزم بدفع مكافأة للحصول على الخيار	ملزم بدفع مكافأة للحصول على الخيار
	تتحقق أرباحه من ارتفاع القيمة السوقية	تتحقق أرباحه من انخفاض القيمة السوقية
	الخسارة محددة بمقدار المكافـــأة	الخسارة محددة بمقدار المكافـــأة
بائع الخيار	ملزم ببيع أصل في تاريخ التنفيذ	ملزم بشراء أصل في تاريخ التنفيذ
	له الحق في الحصول على المكافأة	له الحق في الحصول على المكافأة
	تتحقق أرباحه من إنخفاض القيمة السوقية	تتحقق أرباحه من إرتفاع القيمة السوقية
	الربح محدد بمقدار المكافأة	الربح محدد بمقدار المكافأة

المصدر:عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000، ص490 بتصرف يسير.

[1] سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 181

- **حسب درجة التغطية:** نميز بين كل من :

-الخيار المغطى Covered Options: يكون الخيار مغطى إذا ما كان لدى البائع رصيدا للأصل محل التعاقد، يكفي للوفاء بالتزاماته إذا ما تم تنفيذ العقد. فيسلم الأصل محل التعاقد في حالة خيار الشراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته في حالة خيار البيع.

-الخيار غير المغطى Naked Options: يكون الخيار غير مغطى، عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار رصيدا للأصل محل التعاقد،يسمح له بتغطية التزاماته إذا ما تم تنفيذ العقد. فيسلم الأصل محل التعاقد في حالة خيار الشراء، أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته في حالة خيار البيع.

2- عقود المستقبليات

أ- مفهوم العقود المستقبلية:

هناك عدة تعاريف للعقود المستقبلية أهمها:

التعريف الأول:

هي عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته".[1]

التعريف الثاني:

هي عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها في السوق المنظمة،وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر .[2]

التعريف الثالث:

هي عقود تتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر محدد متفق عليه مسبقا يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق وهو تاريخ استحقاق العقد.[3]

---

1 منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية،المرجع السابق ص 323 .

[2] Don M Chance,"An introduction to derivatives",published by the Dryden press, fourth edition 19980, p 225.

[3] طارق عبد العال حماد، سمير محمد الشاهد، المحاسبة عن العمليات المصرفية الحديثة ،إتحاد المصارف العربية 2000، ص 194 .

ب- خصائص العقود المستقبلية:

تمتع العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- هي عقود نمطية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتخول للمشتري الحق في شراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في وقت لاحق.
- هي عقود تبرم من خلال غرفة المقاصة في الأسواق المنظمة،إذ لا توجد علاقة مباشرة بين البائع والمشتري،فكل منهما يشتري عقدا نمطيا من سلطة السوق يتضمن تسليم كمية من السلعة في موعد لاحق محدد.
- قصد توفير سوق منظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تنميط شروط التعاقد في خمسة مجالات أساسية هي:

- **وحدة التعامل:**

يقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار.

- **شروط التسليم:**

تتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد.[1]

وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلة على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضا.

- **حدود تقلب الأسعار:**

تفرض أسواق العقود المستقبلية حدودا دنيا وقصوى للتغيرات اليومية السعرية حسب الأصل محل التعاقد.

- **حدود المتاجرة والمراكز:**

يقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.من أجل الحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يلجأ إليها بعض المتعاملين ويختلف من أصل لآخر.

[1] Elton E,and Gruber M, Risk Reduction and Portfolio Size : an Analytical Solution: journal of busnisse 50,oct 1997, p 621

– الهامش المبدئي INITIAL MARGIN:

يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلة أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، ولكي لا يتعرّض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5 – 15 % من قيمة العقد .

ج- أنواع العقود المستقبلية:

تتنوع العقود المستقبلية بإختلاف الأصل محل التعاقد لذا نجد من أهمها:[1]

- عقود السلع و الأوراق المالية المختلفة:

في هذا النوع لا يتطلب الأمر أكثر من أن يكون البائع قادرا على الوفاء بالتزاماته، ولا يحتاج إلى إثبات ملكية الأصل.

- مستقبليات العملات الأجنبية:

ظهرت أول سوق متخصصة في هذا النوع في مدينة شيكاغو الأمريكية عام 1972.ففيه يتم التعاقد على تسليم قدر معين من عملة أجنبية م، فيي تاريخ لاحق محدد،ثم يصبح ذلك العقد قابلا للتداول.

د- المتعاملون في العقود المستقبلية:

هناك مجموعة من الأعضاء المعتمدين الذين يسمح لهم بالتعامل في سوق العقود المستقبلية،وهم كالتالي:[2]

- الأعضاء السماسرة:

هم السماسرة الوكلاء الذين يقومون بتنفيذ الأوامر نيابة عن بيوت السمسرة التابعين لها، وقد يكونوا مستقلون يتعاملون مباشرة مع العملاء.

- الأعضاء المحليون:

هم تجار الصالة الذين يقومون بتنفيذ الأوامر لحسابهم ، فهم يشترون العقود بأسعار منخفضة لغرض بيعها بأسعار مرتفعة لتحقيق هامش الربح المتمثل في الفرق بين أسعار البيع والشراء، وهذا المجهود يوفر السيولة للسوق نظرا لاستعدادهم لشراء العقود.

1 خورشيد أشرف إقبال، المرجع السابق ص505.

2 الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية ،، دار صفاء للنشر والتوزيع ط1 ، عمان 2002، ص 188.

هـــ- أهمية العقود المستقبلية: إن للعقود المستقبلية مزايا كبيرة نذكر من أهمها:

- تعمل على إزالة المشاكل المتعلقة بكل من السيولة وخطر الائتمان المرتبط بالعقود الآجلة.

- تؤدي إلى الاستغلال الأمثل للموارد المالية وعدم تجميدها في شراء الأصول في حد ذاتها،بل في المضاربة على فرص الربح مباشرة،وذلك من خلال ما يعرف بالمتاجرة بالهامش إذ يكفي أن يدفع المستثمر في مثل هذه العقود سواء كان مشتريا أو بائعا قيمة الهامش المطلوب الذي يشكل نسبة بسيطة من القيمة الإجمالية حتى يدخل السوق إما في شكل مستثمر عادي يسعى لتحقيق أرباح معقولة أو مضارب يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية ناتجة عن التقلبات السعرية.[1]

- تستخدم المستقبليات لغرض التحوط وبالتالي تخفيض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون مثل مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية،أسعر الصرف،أسعار الفائدة. وذلك من خلال شراء العقد المستقبلي أو بيعه بحسب وضع طرفي العقد.

3 - العقود الآجلة أو الأمامية:

أ- مفهوم العقد الآجل:

هناك عدة تعاريف للعقود الآجلة نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول:

العقود الآجلة هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بأن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق،بسعر يتفق عليه وقت التعاقد،يطلق عليه سعر التنفيذ.[2]

التعريف الثاني:

عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل على أنه اتفاق بين طرفين على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أو ماليا، بكميات معينة وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه.[3]

وقد تكون الأصول محل التعاقد سلعية كالبن والنفط والذهب أو مالية كالسندات والودائع والعملات الأجنبية.

---

1 محمد مطر، إدارة الإستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات العلمية ،الوراق للنشر والتوزيع ط 2،عمان 1999،ص 274.

2 منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، المرجع السابق،ص 668.

3 Robert.M.Heith, the statistical measurements of financial derivatives IMF working paper March 1998, P 11

التعريف الثالث:

العقد الآجل هو عقد ثنائي خاص مؤجل تنفيذه والذي يقتضي تسليم كمية معينة من الملكية بسعر محدد بتاريخ محدد في المستقبل، ولا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان.[1]

التعريف الرابع:

هي عقود بين طرفين أساسيين إما لبيع أو لشراء أصل معين وبتاريخ معين في المستقبل،وتستخدم هذه العقود بهدف تجنب مخاطر تقلب أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والنفقات المستقبلية.[2]

من خلال التعاريف السابقة نجد أن العقود الآجلة هي عبارة عن عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية التي قد لا تلائم غيرهما.

ب- خصائص العقود الآجلة:

تمتاز العقود الآجلة بالخصائص التالية:

- هي عقود بين طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة للتغيرات في قيمة المركز المالي المرتبط بتلك العقود.
- لا يوجد لها سوق ثانوي يتم فيه شراء أو بيع حق العقد فيها
- هي عبارة عن عقود خطية إذ أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصل المتعاقد عليه قد تؤدي إلى تحقيق مكاسب لطرف تعادل الخسارة التي تلحق بالطرف الثاني.
- تمتاز بأنها عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما.

ويمكن التفريق بين العقود الآجلة والمستقبلية من خلال الجدول التالي:

[1] سمير عبد الحميد رضوان،المرجع السابق،ص 208

[2] محمود عبد العزيز،الأدوات الجديدة في الأسواق العربية،مجلة البنوك، العدد الثاني،ماي جوان 1996، ص 07.

جدول (2-3): مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
ماهيتها	عقود شخصية حيث أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على الشروط بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرهما	عقود نمطية فجميع شروطها عدا السعر والكمية ليست محلاً للتفاوض ومن ثم فليست عقوداً شخصية. والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بينهما بما يضمن حقوق كل طرف
درجة الإلتزام	ليس لها سوق ثانوي وهذا يعني أنه بمجرد إبرام العقد لا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه لذا فهي تنطوي على مخاطر تتمثل في عدم القدرة على التسليم وحدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل.	لها سوق ثانوي فيمكن لأي طرف إقفال مركزه في التاريخ المرغوب
استخدامها	المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في العقود الآجلة إذ لا غرض لهم في الأصل محل التعاقد بل همهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء وتحقيق أرباح طائلة.	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح

المصدر: عادل محمد رزق، مرجع السابق، ص 115.

4 - عقود المبادلات SWAPS

أ- مفهوم عقد المبادلة:

عرف بعض الاقتصاديين المبادلة على أنها: " اتفاق تعاقدي بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق".[1]

في حين عرفها آخر بأنها: اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر،أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية،بطريقة يستفيد منها جميع الأطراف.[2]

ويمكن القول بأن المبادلة هي التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين،مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد،على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.[3]

ب- أهمية عقود المبادلات:

إن لعقود المبادلات أهمية كبيرة في الاقتصاد تبرز فيما يلي:

- تخفيض تكلفة التمويل من خلال الحصول على قروض مستمرة وبتكلفة منخفضة فالشركات التي لا تستطيع الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت يمكنها إصدار سندات بسعر فائدة متغير، ومن ثم تقوم بمبادلة الفوائد المتغيرة بفوائد ثابتة.
- تستخدم المبادلات كأداة للتحوط من مخاطر تغير أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية
- توفير السيولة لعملة معينة مقابل وجود عملة ذات وفرة حيث يتم شراء العملة التي يوجد لديه عجز بها مقابل العملة ذات الفائض بسعر الصرف الآني.و في نفس الوقت بيع العملة ذات العجز وشراء العملة ذات الفائض في بسعر الصرف الآجل.

ج- خصائص عقود المبادلات:

تتميز عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص أهمها:

- تعتبر عقود غير نمطية إذ تفصل حسب رغبات كل طرف، و هي ملزمة للطرفين.
- ترتكز عقود المبادلات على تبادل التدفقات النقدية بالإضافة إلى تبادل الموجودات في بعض الأحيان.
- لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات.

---

[1] Noru Parekh, " The paribas derivatives,capital market,hand book 1993,euromoney publications plc in association with paribas capital markets,p 65.

[2] محمد محمود حبش ،المرجع السابق،ص 276.

3 عادل محمد رزق،المرجع السابق، ص 117.

د- أنواع عقود المبادلات:

تتضمن عقود المبادلات أنواع عديدة أهمها

- مبادلة أسعار الفائدة Interest SWAP:

هي اتفاق بين طرفين على تبادل مدفوعات الفائدة وفقا لصيغ معينة.أو هي عملية تبادل التدفقات النقدية لسعر الفائدة الثابت من أحد الطرفين مقابل التدفقات النقدية لسعر الفائدة العائم (المتغير) للطرف الآخر على أساس جدول زمني محدد عند إبرام العقد.[1]

فعلى سبيل المثال إذا كانت عملية المبادة تغطي فترة خمس سنوات وتتضمن دفعات سنوية على مبلغ مليون دولار أمريكي كمبلغ أساسي،فإذا كان الطرف A يوافق على دفع سعر فائدة ثابت بقيمة 12% سنويا للطرف B الذي يلتزم هو الآخر بدفع سعر فائدة متذبذب على نفس المبلغ ولنفس الفترة بمقدار LIBOR + 3%.فالطرف A يدفع 12% على مبلغ مليون دولار = 120000 دولار كل سنة للطرف B الذي بدوره يدفع دفعات معينة للطرف A وقيمة هذه الدفعات تعتمد على حركة LIBOR

- مبادلة العملات Currencies SWAP:

هي اتفاق بين طرفين على شراء وبيع عملة على أساس التسليم الآني وإعادة بيعها وشرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل بسعر تسليم آجل يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين وفق المعادلة التالية:[2]

$$Ex = Sr \times \frac{\Delta I}{100} \times \frac{T}{360}$$

حيث أن :

$$Fr = Ex + Sr$$

Ex : الهامش التبادلي (شراء أو بيع)

Sr: السعر العاجل (شراء أو بيع)

Fr: السعر الآجل (شراء أو بيع)

ΔI: فرق الفائدة

T: مدة العقد

[1] هاشم فوزي دباس العبادي،المرجع السابق، ص87

[2] موسى سعيد مطر وآخرون التمويل الدولي،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان 2008،ص128.

- مبادلة السلع Commdity Swap:

هي اتفاق بين طرفين يقوم بموجبها أحدهما بالشراء الآني من الطرف الآخر كمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد في السوق ويتم سداد الثمن فورا، وبيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا.

- مبادلة الأسهم Equity Swap:

هي عقد بين طرفين يلتزم كل منهما بتقديم مدفوعات للطرف الآخر، تحسب طبقا لأداء سهم أو مؤشر للأسهم.أما مدفوعات الطرف الآخر فيمكن احتسابها وفقا لأية صيغة.[1]

في حين عرفها صندوق النقد الدولي بأنها: مبادلة يقايض من خلالها أحد الأطراف سعر عائد متصل بالاستثمار في سهم معين بسعر عائد على الاستثمار في سهم آخر، كمبادلة أسعار العائد على مؤشرات أسهم مختلفة أو بسعر عائد في غير الاستثمار في الأسهم كسعر فائدة على أية أداة أخرى ".[2]

أو هي الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي.

- المبادلة الخيارية SWAPTION:

هي عقد بين طرفين يمنح للمشتري الحق (وليس التزاما عليه) للدخول في مبادلة معينة في المستقبل بشروط المبادلة التي تم الاتفاق عليها في مستهل عقد المبادلة الخيارية.وبموجب هذا العقد فإن على المشتري لعقد المبادلة الخيارية أن يدفع إلى البائع تعويضا يسمى ثمن الخيار (علاوة).[3] وتجدر الإشارة أن عقود المبادلات الخيارية تتم وفق لأسلوب الخيار الأوروبي وليس الأسلوب الأمريكي.

5- مشتقات مالية أخرى:

أ- التوريق Securitization:

- مفهوم التوريق:

يعرف التوريق على أنه جعل الدين في ذمة الغير في الفترة مابين ثبوته في الذمة وحلول آجاله صكوكا قابلة للتداول في السوق الثانوية.[4]

---

[1] Don M Chance, "An introduction to derivatives ",Op,Cit, p 607.

[2] Robert.M.Heith " the statistical measurements of financial derivatives Op,Cit,p15.

[3] د. سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 272 .

[4] حسن عبد العال،سندات الدين وبدائلها الشرعية في البنوك الإسلامية،مجلة إتحاد المصارف العربية، المجلد العشرون العدد 229،جانفي 2000،ص 70-71.

في حين يعرفه آخر على أنه تحويل الديون المصرفية غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة وقابلة للتداول في أسواق رأس المال.[1]

بينما عرف المعيار المحاسبي رقم 39 التوريق على أنه:عملية تحويل الموجودات المالية إلى أوراق مالية.

مما سبق فإن التوريق هو أداة من أدوات الهندسة المالية لمعالجة مشكلة الديون المتعثرة من خلال تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.إذ تستوجب عملية توريق الديون قيام البنك المعني بهذه العملية بطرح أوراق مالية مقابل مجموعة من الديون التي لديه،

- أهداف التوريق:

تكمن أبرزا أهداف عملية التوريق في العناصر التالية:

- تخفيض مخاطر التمويل من خلال قيام الممولين بشراء مجموعة من الديون في قطاع معين.
- يتيح التوريق للبنوك والمؤسسات المالية إمكانية منح القروض الجديدة.
- تعزيز إمكانية البنوك على الوفاء بمتطلبات معايير كفاية رأس المال وفقا لاتفاقية بازل عام 1998 والمعدلة في مارس 2000 وذلك من خلال التخلص من الأصول غير السائلة وذات الأوزان العالية المخاطر، واستبدالها بأصول أخرى سائلة وذات أوزان منخفضة المخاطر.ومن ثم إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية للبنوك.
- مسايرة التبدل الجذري في أساليب التمويل في الأسواق المالية العالمية.من خلال التحول من صيغة التمويل المصرفي إلى صيغة التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية وذلك بإصدار الأوراق المالية.وبالتالي أصبحت القروض المصرفية بمثابة جسر تمويلي إلى تأمين الاحتياجات التمويلية عن طريق التوريق.

- العناصر الرئيسية للتوريق:

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية:

– المقترض:

سواء كان شخصا طبيعيا أو اعتباريا، وقد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة، أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها، وإحلال دين القرض طويل الأجل محل هذه الديون.

[1] عدنان الهندي، التوريق خطوة ضرورية لتطوير القطاع المالي العربي،مجلة إتحاد المصارف العربية، المجلد السابع عشر، العدد 194،فيفري 1997،ص05.

- الأصول موضوع التوريق:

يتجسد الدين في صورة سندات مديونية، والأصول الضامنة للدين محل التوريق دائما ما تكون أصول ذات قيمة مرتفعة، لذلك غالبا ما تكون حقوق رهن رسمي للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين للبنك.

- الخطوات السابقة لعملية التوريق:

يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة، تنتهي باتفاق البنك الذي ينشد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول، وتتمثل الخطوات التمهيدية لذلك في قيام البنك أو المؤسسة المالية باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم، وفى حالة موافقتهم فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد. كما يتم التقييم الواقعي لقيمة الأصول، وتحديد السعر الملائم للسندات المزمع طرحها للاكتتاب، والتخطيط لبرامج الترويج للاكتتاب،وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية.

- إدارة الأصول:

على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العملية أثبتت أنه في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء عمليات التوريق .

- أنواع التوريق:

يمكن تصنيف التو ريق إلى نوعين أساسيين هما:

- وفقا لنوع الضمان:

وهو نوعان أساسيين هما: التوريق بضمان أصول ثابتة، التوريق بضمان متحصلات آجلة.

- تصنيف التوريق وفقا لطبيعته:ووفقا لهذا المعيار ينقسم إلى قسمين هما:

Ã انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي:

وذلك مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة، وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق هذا الهدف.

Ã انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية:

من خلال وإصدار أوراق مالية (سندات) عديدة تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع، وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة. ويمكن تمويل صفقة التوريق بأحد بديلين:

ü القروض التجارية: يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الأصول التي يتم توريقها بالقروض التجارية،مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين .

ü إصدار سندات دين: تقوم الشركة في هذه الحالة بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق، استنادا على ما يتوفر لهذه الديون من ضمانات، وبحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون، ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها،وان تكفى لسدادها عند حلول آجال استحقاقها.

6- عملية إعادة الشراء (Repurchase Operation (Repo

أ- مفهوم عملية إعادة الشراء:

هي اتفاق بين طرفين على بيع كمية من الأوراق المالية، مع تعهد البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة بسعر أعلى من سعر البيع المتفق عليه.وعلى العكس من ذلك قد يتم الاتفاق بين طرفين على شراء المقرض على شراء كمية معينة من السندات على أن يلتزم بإعادة بيعها للمقترض بعد فترة معينة بسعر أعلى من سعر الشراء وهو ما يسمى إعادة الشراء العكسي أو الريبو العكسي.[1]

ب- خطوات عملية إعادة الشراء:

الشكل (2-5): خطوات عملية إعادة الشراء

أ- الريبو:

بدء العملية

المقترض	← الضمان (أوراق مالية)	المقترض
	→ النقود	

عند الاستحقاق

المقترض	← النقود + فائدة الريبو	المقترض
	→ الضمان (أوراق مالية)	

ب- الريبو العكسي:

بدء العملية

المقترض	← النقود	المقرض
	→ الضمان (أوراق مالية)	

عند الاستحقاق

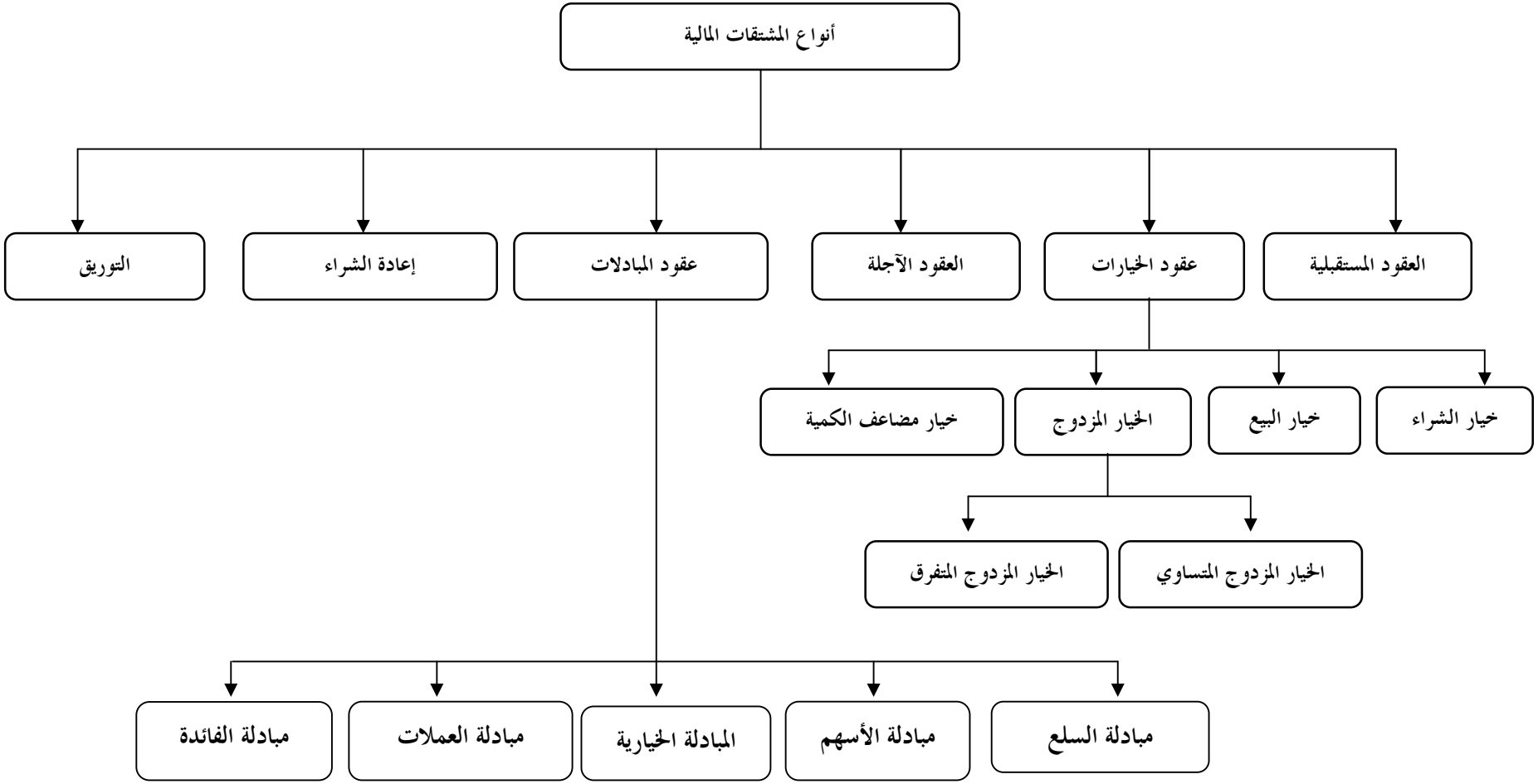
المقترض	← الضمان (أوراق مالية)	المقرض
	→ النقود + فائدة الريبو	

المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 231.

ويمكن تلخيص أقسام المشتقات المالية من خلال الشكل التالي:

[1] د.جودة عبد الخالق، د. كريمة كريم، النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة 1992،ص 200-201

الشكل (2-6):أنواع المشتقات المالية



المصدر :عادل محمد رزق، المرجع السابق،ص 103.

المبحث الثالث: محفظة إدارة منتجات الهندسة المالية

نظرا للتطور الذي يشهده عالم المال والأعمال، والمتمثل في ظهور أدوات مالية جديدة يتم تداولها في الأسواق المالية كان لا بد من وجود صيغة لإدارة تلك الأدوات، من خلال استحداث ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية المالية وبالتالي كان لا بد من دراستها على النحو التالي:

المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية ونشأتها

تمثل المحفظة الاستثمارية مزيجا من الأدوات الاستثمارية حقيقية كانت أو مالية،تسمح بتحقيق عددا من الأهداف،كون أن المستثمر يسعى دائما إلى تحقيق أعلى عائد في ظل مستوى معين من المخاطرة، أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستوى معين من العائد و هذا ما سنبرزه في النقاط التالية:

أولا: مفهوم المحفظة الاستثمارية

هناك عدة تعاريف للمحفظة الإستثمارية فمن الإقتصاديين من عرفها على وجه العموم ومنهم من عرفها على الوجه المتعارف عليه في مجال العلوم المالية. وهذا ما سنتطرق إليه في النقاط التالية:

1- المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية:

هي عبارة عن كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمتها السوقية.[1] ومنهم من عرفها على أنها مجموع ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها.[2]

و منها أنها أداة استثمارية مركبة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله كوحدة واحدة شريطة أن يكون هدفه تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها،وتنمية قيمتها السوقية.[3]

وتمتاز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات، الذهب و الفضة والمشاريع الاقتصادية، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، أذونات الخزينة و الخيارات. أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و المخاطر و أخرى مرتفعة العوائد و المخاطر.

1 غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ المالية الإستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع الطبعة الأولى،الأردن 2002،ص 27.

2 حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحافظ الإستثمارية ،دار زهران للنشر والتوزيع ،لأردن 1995،ص 18.

3 زياد رمضان، مبادئ الإستثمار الحقيقي والمالي ،دار وائل للنشر،الأردن 1998،ص 30.

2- المفهوم الخاص للمحفظة الاستثمارية:

يقصد بالمفهوم الخاص للمحفظة الاستثمارية تلك المحفظة التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط كالأسهم والسندات والعملات، فهي تختلف عن المحفظة بمفهومها العام باقتصارها على الاستثمار في الأوراق المالية.لذا فعند إطلاق مصطلح المحفظة الاستثمارية فإنه يراد به محفظة الأوراق المالية .

ثانيا: نشأة المحفظة الاستثمارية

يعتبر المحلل الأمريكي Marko Wits أول من كتب في المحافظ الاستثمارية بمفهومها الاقتصادي وذلك عام 1952 م، ثم جاء من بعده عدد من الباحثين والدارسين أمثال Coren و Sharpe وتعتمد نظريتهما على تعظيم العائد وتقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنويع بين أدوات الاستثمار.حيث ظهر في بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية خلال الخمسينات والستينات عدد كبير من البنوك والشركات المالية التي تهدف إلى جمع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها،كي تستثمرها لهم الأمر الذي أدى إلى ظهور عدد كبير من المحافظ المالية.

ثالثا: أهداف المحفظة الاستثمارية:

هناك عدة أهداف يسعى إلى تحقيقها المستثمر عند تكوينه لمحفظة الأوراق المالية نذكر من أهمهما:[1]

1- حفظ رأس المال:

عندما يقبل المستثمر على الاستثمار، فإن هدفه يكون على الأقل الحفاظ على رأس ماله ليس فقط بنفس القيمة المستثمرة ولكن الحفاظ أيضا على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، فالمستثمر الذي يفضل الاستثمار بأمان، يجب عليه اختيار محفظة مكونة من سندات الخزينة وسندات ذات جودة عالية بحيث يضمن له ذلك حماية مثلى لرأس ماله، عكس المحافظ التي تتكون من أسهم فإنها لا تضمن الحماية لرأس المال لأنها تنطوي على مخاطرة كبيرة . ومن هنا تعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية أسلوبا فعالا لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، لأنها ترتكز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.[2]

[1] Mourissette, Valeurs Mobiliers et Gestion de Portefeuille ,S.M.G, Québec Canada, 2eme édition 1993, P 116.

[2] منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص 424 .

2 - العائد:

إن الهدف الأساسي للمستثمر هو الحصول على عائد دوري ومرتفع نسبيا، وعليه يجب اختيار محفظة تتكون من سندات و أسهم التي تقوم بتوزيعات مرتفعة، بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.

إضافة إلى هذه الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين وخاصة البنوك وشركات التأمين باستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك و المؤسسة المالية للسيولة، وتجنب التعرض لخطر الإفلاس و عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين .

3- السيولة والقابلية للتداول:

تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول ويعتبر حيازة أوراق مالية ذات سيولة عالية وتجنب الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جدا لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة .

4- سهولة التمييز:

تتطلب بعض الأوراق المالية متابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية لاتخاذ قرار بشأنها، وهذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقت وجهد وتكاليف كبيرة لتسييرها وبالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير محفظته عليه تجنب الأوراق المالية المعقدة التسيير.

5- المزايا الجبائية:

تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية، وذلك لأن المعالجة الجبائية تختلف من فرصة استثمارية إلى أخرى، وعليه فالمستثمر يسعى لتوظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة، بمعنى أن المستثمر يقارن بين البدائل الاستثمارية ويختار أفضلها على أساس العائد.

6- تحليل مختلف الفرص الاستثمارية:

يقوم المستثمر بحصر مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، وتجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها وفق أهدافه وذلك من أجل تشكيل محفظة تعكس أهدافه الاستثمارية.

7- تقييم كفاءة المحفظة الاستثمارية:

عندما يكون للمستثمر محفظة يقوم بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج المحصل عليها والتغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر.

المطلب الثاني: محددات بناء المحفظة المالية وطرق تسييرها

يعتمد بناء وتكوين محفظة مالية على عنصرين أساسيين هما: التنويع في الأدوات المالية المكونة للمحفظة و المخاطرة المصاحبة للاستثمار في أدوات المحفظة المالية.

أولا: محددات بناء محفظة الأوراق المالية

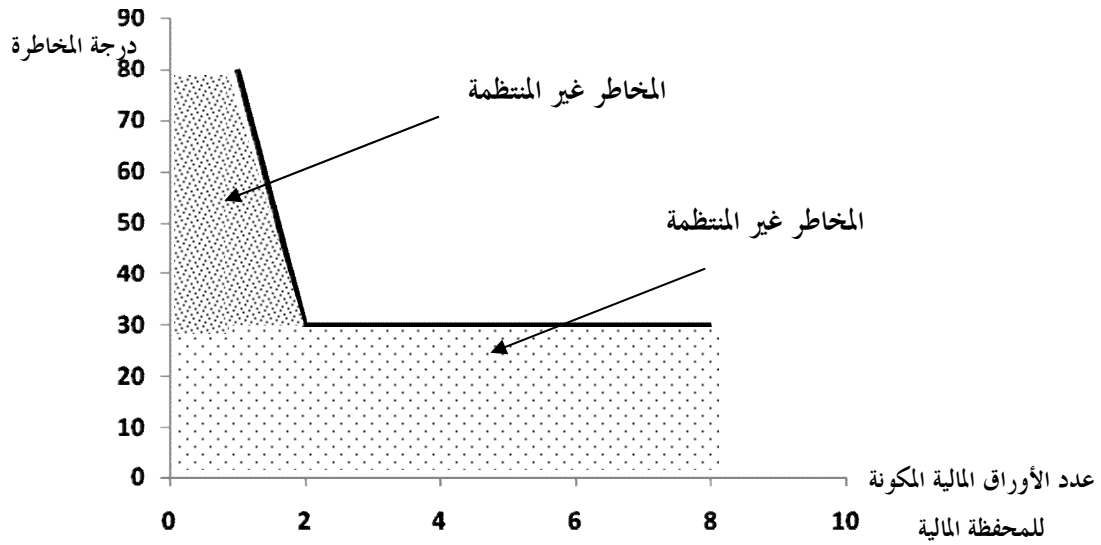
1-التنويع:

يعتبر التنويع في مكونات المحفظة المالية من مهام مدير المحفظة،لأن التنويع الجيد، يتيح الحصول على أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة .وللتنويع إستراتيجيات مختلفة في بناء المحافظ المالية وهي كالتالي:[1]

أ- التنويع البسيط:

يقوم هذا النوع على مبدأ مهم،مفاده أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة المالية زاد تنويعها،وبالتالي تقل خطورتها الكلية فيتحقق الأمان النسبي بشكل أكبر في مواجهة مخاطر الاستثمار،فالمحفظة المكونة من ثلاثة أوراق مالية أقل خطورة من المحفظة المكونة من ورقتين ماليتين؛وهذا إذا كنا بهدف إدارة المخاطر غير النظامية.[õ] في حين أن المخاطر النظامية[ò] لا يمكن تجنبها بالتنويع مهما زدنا في عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية.ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-7): علاقة التنويع بالمخاطرة



المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى العرض السابق.

1 أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الإستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2007،ص 39.

[õ] المخاطر غير النظامية : هي تلك المخاطر التي تصيب إستثمار معين دون أن تؤثر على باقي الإستثمارات كمخاطر الإفلاس ومخاطر السوق والإضرابات العمالية وغيرها...

[ò] المخاطر النظامية : هي تلك المخاطر التي تصيب جميع الإستثمارات.

ب- تنويع Markowitz :

تقوم فكرة Markowitz أن مخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمار،بل على طبيعة العلاقة التي تربط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة،فإذا كانت العلاقة بين تلك الأدوات طردية فالمخاطرة تكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة،فمثلا انخفاض قيمة أسهم الشركات العقارية سيؤثر في أسهم شركات مواد البناء كالإسمنت والحديد لوجود علقة بينهما،بينما لا يؤثر هذا الانخفاض في أسهم شركات الغزل والنسيج. وفي هذا الصدد يسعى مدير المحفظة المالية إلى معرفة معامل الارتباط بين عوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة على النحو التالي:

$$r_{ij} = Cov_{ij} / \sigma_i \, \sigma_j$$

حيث:

r_{ij}: معامل الإرتباط بين عائد الأصل i وعائد الأصل j

Cov_{ij}: التباين المشترك بين عائد الأصل i وعائد الأصل j

σ_i: الإنحراف المعياري للأصل i

σ_j: الإنحراف المعياري للأصل j

فإذا كان:

$r_{ij} = +1$: فهذا يعني أن الإرتباط بين عائد الأصل i وعائد الأصل j هو إرتباط إيجابي كامل،وبالتالي فإن المستثمر هنا لا يحقق فائدة تذكر من إدخال هذين الأصلين في تركيبة المحفظة المالية،لأنه يمكن اعتبارهما أصلا واحدا طالما أن عوائدهما تسير في نفس الاتجاه.

$r_{ij} = 0$: فهذا يعني أنه لا يوجد ارتباط بين عائد الأصل i وعائد الأصل j.

$r_{ij} = -1$: فهذا يعني أن الارتباط بين عائد الأصل i وعائد الأصل j هو ارتباط سلبي كامل،وبالتالي تظهر مزايا التنويع لذا المستثمر يعمل على إدخال هذين الأصلين في تركيبة المحفظة المالية،لأن أي خسارة ممكنة الحدوث في أحد الأصلين يمكن تعويضها بالأرباح المحققة في الأصل الآخر وبالتالي إنهاء عنصر المخاطرة.

ج- التنويع الجغرافي (الدولي):

من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة، ويمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية، وبسبب الاستثمار في أكثر من دولة تتنوع العملات التي تقيم بها الأدوات المكونة للمحفظة المالية فيكون الاستثمار في الأصول المالية والعملات معا. ولقد أثبتت الدراسات أن التنويع الدولي من شأنه أن يخفض المخاطر على مستويات أدنى مما يحققه التنويع المحلي.

2- المخاطرة:

يعتمد تكوين المحفظة المالية على إستراتيجية المستثمر ومدى استعداده لتقبل المخاطرة، فهدف تحقيق عوائد أكبر مع درجة أدنى من المخاطرة ينطوي على عنصرين متعارضين وهما العائد والمخاطرة.وفي النظرية الاستثمارية كلما زادت فرص العائد كلما ارتفعت درجة المخاطرة.

ثانيا: طرق تسيير المحفظة الاستثمارية

يمكن للمستثمر اختيار إحدى الطرق التالية لتسيير محفظته المالية:

1- التسيير المباشر:

هذا النوع يقوم به مالك المحفظة، ويصبح معقدا إذا كانت السوق متطورة ويتداول فيها العديد من الأوراق المالية، لأنه في هذه الحالة يتطلب تسيير المحفظة الوقت، والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء و البيع وإصدار الأوامر.

2- التسيير بالوكالة:

في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير المحفظة لحساب المالك، هذا الوسيط يتمثل في بنك معين أو مسير محفظة، هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير وتحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة، وكذلك كيفية تسديد مستحقات المسير

3- التسيير الجماعي:

يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، حيث أن التنوع الكبير لشركات الاستثمار ذات رأس مال متغير و الصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين .

4- التسيير بالاستشارة:

هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار مالي حيث يتم ذلك بناءا على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين.

المطلب الثالث: أنواع المحافظ المالية والسياسات المتبعة في إدارتها

لقد تزايد الاهتمام والتعامل بالمحافظ المالية من قبل عدد كبير من المستثمرين ، فبعضهم لديه استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من المخاطرة؛بهدف تحقيق أكبر ربح، في حين يفضل البعض الآخر تجنب المخاطرة وإن قل العائد. وهناك العديد من الأفراد الذين يسعون إلى تكوين محافظ متوازنة.أي أن العائد والمخاطرة يؤثران في اختيار نوع وسياسة إدارة المحفظة المالية وهذا ما سنوضحه:

أولا: أنواع المحافظ المالية

هناك عدة أنواع من المحافظ الاستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية: [1]

1- محفظة الدخل:

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين و الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عائد أكبر

2- محفظة النمو:

ترتكز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى إعادة استثمار تلك الأرباح، ويتفهم المستثمرون في محافظ النمو على هذه السياسة. إذ همهم هو زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح .

3- المحفظة المختلطة:

ترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها وتقوم المحافظ المختلطة بتنويع استثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية .

4- المحفظة المتوازنة:

هي المحفظة التي تتكون من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات أرباح الأسهم و فوائد السندات،مع المحافظة على رأس مال المستثمر.[2]

---

[1] حسن خريوش و آخرون، الإستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق، مؤسسة التجهيز المكتبية، عمان 1996، ص58 .

[2] Russell .J. Fuller and James L. Fdrrell .Jr, Modern Investment and Security Analysis , Mc. Graw hill ,USA 1987, P 563–565

5- المحافظ المتخصصة في الصناعات:

هي تلك المحافظ التي تتخصص في استثمار أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط و غيرها .

ثانيا: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات متبعة في هذا الشأن هي:[1]

1- السياسة الهجومية:

هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان، لذا فإن اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكلة للمحفظة،وتسمى هذه الأخيرة بمحفظة رأس المال، أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% إلى 90 % من قيمة المحفظة .

2-السياسة الدفاعية:

في هذه السياسة المستثمر يكون جد متحفظ اتجاه المخاطرة، مما يدفعه إلى الاهتمام بعنصر الأمان على حساب العائد، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ بمحفظة الدخل ،حيث تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80 % من رأس مال المحفظة .

3-السياسة المتوازنة:

هي تلك التي يتبناها المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، وتتكون المحفظة من تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم و السندات الطويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى .

[1] طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان الطبعة الأولى 1997، ص 81 .

خلاصة الفصل الثاني

من خلال عرضنا للفصل الثاني يمكن أن نستنتج ما يلي:

- تعتبر الهندسة المالية الآلية التي من خلالها يتم استحداث أدوات أو أوراق مالية جديدة،لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجدد لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها. كابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية،مثل إدارة السيولة أو الدين، و إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- نظرا للتغير الحاصل في عالم المال و الأعمال تم استحداث مجموعة من الأدوات المالية لتعزز مركز الأدوات المالية القائمة المتمثلة في الأسهم والسندات بأنواعهما ومن أبرز تلك الأدوات نجد المشتقات المالية بأنواعها؛والتي هي عبارة أن أدوات مالية مبتكرة تشتق قيمتها من أدوات مالية أساسية،تستخدم كأداة لإدارة المخاطر.
- من أهم المشتقات المالية نجد عقود الخيارات التي توفر لمالك الخيار الحق في ممارسة أنواع محددة من العقود المتعلقة بالأصول في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد،كما نجد أيضا العقود المستقبلية و الآجلة،والمبادلات،و التوريق الذي يستخدم كأداة لإدارة الديون المتعثرة.
- تعد المحفظة الاستثمارية المالية أداة حديثة من أدوات الاستثمار التي تقوم على أساس التنويع بين أصول المحفظة بما يضمن تحقيق أعلى عائد في ظل مستوى معين من المخاطرة أو تحقيق أدنى مخاطرة في ظل مستوى معين من العائد،والتنويع الناجح في مكونات المحفظة لا يتعمد على كثرة الأصول المكونة للمحفظة بقدر ما يعتمد على مدى ترابط تلك الأصول فيما بينها.
- نظرا للمزايا التي تتميز بها أدوات الهندسة المالية، فإن إدراجها للتعامل بها في الأسواق المالية يعد خطوة هامة نحو زيادة فاعلية تلك الأسواق خاصة في الدول التي تعاني من ضعف في أداء أسواقها المالية كما هو الحال في كثير من الدول العربية التي سنتطرق إليها في الفصل الثالث.

الفصل الثالث : واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تـــمهيـــد

لقد أدت العولمة دورا هاما و بارزا في نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية في كثير من دول العالم خاصة الاقتصاديات النامية. إذ أن تلك الأسواق لم تنشأ فقط لتزايد الطلب على الاستثمارات الأجنبية و المحلية لسد الفجوة التمويلية في هذه الدول و لتوفير احتياجات التمويل للنشاط الاقتصادي والإنتاجي طويل الأجل فيها، بل ظهرت أيضا كنتيجة للرغبات المتزايدة للإستثمارت الدولية في البحث عن أسواق متعددة لتنويع استثماراتها تقليلا للمخاطر.

ونظرا للأهمية الكبيرة التي تلعبها سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد القومي من خلال حشد الموارد المالية اللازمة و توجيهها نحو مختلف الاستثمارات ، قامت العديد من الدول العربية بإنشاء هذا النوع من الأسواق على غرار باقي الدول النامية. و بالرغم من مرور مدة زمنية معتبرة على إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية إلا أنها لم تحقق الأهداف المرجوة من إنشائها وذلك استنادا إلى مجموعة من المؤشرات.وهذا ما سنتناوله في هذا الفصل وفق المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة و مؤشرات نموها

المبحث الثاني: الإطار التنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثالث: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة [2003-2012]

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة و مؤشرات نموها

من الملامح التي ظهرت في السنوات الأخيرة في أسواق الأوراق المالية الدولية، النمو الكبير في أسواق الدول النامية والتي عرفت باسم الأسواق الناشئة. و قد ارتبط نمو هذه الأسواق بحجم التدفقات الرأسمالية الوافدة عبر الحدود، التي جاءت كنتيجة لقيام تلك الدول بفتح أسواقها وتحريرها من كافة القيود و بالتالي العمل على زيادة جاذبية أسواقها و قدرتها التنافسية في مجال الخدمات المالية و استقطاب الاستثمارات المحلية و الأجنبية. لهذا سنتناول الأسواق المالية الناشئة من خلال النقاط التالية:

المطلب الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد جذبت أسواق الأوراق المالية الناشئة اهتمام المستثمرين الدوليين الأمر الذي ترتب عليه زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي للاستثمار في تلك الأسواق.و لم تأت تلك الزيادة في التدفقات الاستثمارية للدول النامية بمحض الصدفة بل جاءت نتيجة لحدوث مجموعة من المتغيرات الدولية،وكذلك إتباع تلك الدول لمجموعة من السياسات التي كان لها أثر كبير في نمو أسواقها المالية.وهذا ما سنتناوله كما يلي:

أولا: تعريف الأسواق المالية الناشئة و مراحل نموها

يطلق مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية و يكون حجم نشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد.

فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة Standard & Poor إذا توفر فيها أحد الشرطين التاليين على الأقل: [1]

- أن تنتمي لاقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.
- أن تكون القيمة السوقية القابلة للاستثمار منخفض مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي.

لقد كان تعريف S&P للأسواق الناشئة إلى غاية 1995 يعتمد على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل. حيث تصنف الاقتصاديات كناشئة إذا كان نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك الدولي لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل. إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار لحساب الناتج الوطني الإجمالي للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى أن إعداد الإحصائيات المتعلقة بالناتج المحلي الإجمالي يستلزم الكثير من الوقت و بالتالي تنشر متأخرة .

[1] سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية ، جامعة الجزائر، ، 2004، ص 44.

ولتجاوز هذا الضعف لجأ S&P إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة نصيب الفرد من الناتج المحلي الخام خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعتبة التي يحددها البنك الدولي . و يكفي لتصنيف البلد ضمن قائمة الدول الناشئة أن يكون نصيب الفرد من الناتج المحلي خلال السنوات الثلاثة الماضية أقل من العتبة التي يحددها البنك العالمي.

من جهة أخرى يمكن القول أن البلدان الناشئة هي كل الدول خارج نطاق مجموعة الخمسة عشرة أو مجموعة دول منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية OCDE.[1]

و يمكن تعريف الأسواق الناشئة استنادا لمؤسسة التمويل الدولية بأكثر من طريقة ، فمن ناحية يعني لفظ " ناشئة " أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث و أن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم و النشاط و لا يوحي ببوادر أي تغيير، و من جهة أخرى يمكن أن يعني لفظ سوق ناشئ لسوق أوراق مالية في أي اقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاته، و يرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية بنمو الاقتصاد المعني، ويحتفظ خبراء مؤسسة التمويل الدولية بالمفهوم الأول،وبذلك يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ " سوق ناشئ " إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين:[2]

- إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام.
- إذا كان السوق ذاته بصدد نمو .

ثانيا: تصنيفات أسواق الأوراق المالية الناشئة

يترجم عادة التباين الموجود فيما بين أسواق الأوراق المالية الناشئة من دولة نامية لأخرى، باختلاف عدد الشركات المسجلة، و عدد الشركات الجديدة و القيمة السوقية للأسهم، و القدرة على تجميع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي، و يرجع هذا التباين في أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى الاختلاف في مقومات البيئة الاقتصادية و التمويلية في الدول النامية و التي تتمثل أهم مكوناتها فيما يلي:[3]

- دور و حجم القطاع الخاص .
- قدرة المستثمرون الأجانب على الوصول إلى سوق.
- دور مصادر التمويل البديلة .

[1] D.Grimbert et autre , Les marches émergents, PARIS , Septembre , 1995 , p 61.

[2] هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الإقتصادية في ظل العولمة ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي العدد 58 سبتمبر 1999،ص 23.

[3] عمر صقر،المرجع السابق، ص 106-107.

- الوضع المؤسسي و الإشراف و الإفصاح و الترتيبات القائمة .
- الإطار التشريعي و التنظيمي الذي يحكم الإستثمار المحلي و الأجنبي .

وتقسم الأسواق الناشئة تبعا لخصائصها إلى أربع مجموعات بينها قدر من التداخل، و نشير أن هذه الأسواق ستزداد نضجا بمرور الوقت و تنتقل إلى المجموعات الأكثر تطورا ونتطرق إليها فيما يلي:

1- الأسواق الناشئة التي في حالة ركود:

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور و التي تتصف بقلة عدد الشركات المدرجة (أو المسعرة) و انخفاض عدد الأسهم و تعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار volatility مع ارتفاع درجة التركز،[1] وانخفاض السيولة و ضعف إطارها المؤسساتي، و تبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين و تصبح أكثر قبولا كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية وكثيرا ما تكون بديلا للسندات الحكومية،وتشمل هذه المجموعة أسواقا عديدة في أفريقيا (كوت ديفوار، زيمبابوي) و في أوربا الوسطى و الشرقية و في دول الإتحاد السوفياتي سابقا (أوكرانيا) و بعض الدول الاشتراكية في آسيا،و تتميز أغلبية هذه الدول بوجود صعوبات تعترض عملها وبمردود ضعيف للاقتصاد،وتدفق ضعيف لرؤوس الأموال الدولية،كما أن الأسواق المالية فيها مازالت في مرحلة الإنشاء .

2- الأسواق الناشئة بالمعنى الحرفي:

تتميز الأسواق في هذه المجموعة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم،كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية،الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح،و نظرا لأن أسواق الأسهم الآن اكتسبت قدرا من المصداقية فإن الضغط الخارجي من أجل زيادة فرصة الوصول إلى تلك السوق و الضغوط في الداخل من أجل الحصول على التمويل بسعر منخفض،أدى إلى تخفيض حدة الضوابط المفروضة على سوق المال الداخلية،مع ازدياد سيولة السوق بدأ المستثمرون الدوليون يدركون مميزات التنويع الناشئة عن الاستثمار في هذه الأسواق،ومع ذلك تبقى صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة بالرغم من تزايد الاعتماد عليها كمصدر للتمويل،وقد دخلت أسواق الأسهم في الصين و كولومبيا و الهند و باكستان و بيرو والفلبين كلها في هذه المرحلة.

[1] أحمد بوراس، العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية ، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 17، جوان 2002، ص 28 .

3- الأسواق الناشئة الأكثر تقدما:

تتميز اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها أسواق هذه المجموعة بمعدل تضخم منخفض،استقرار نسبي في سعر الصرف،نظام مالي وبنكي متطور،الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات،وتكون العائدات السوقية أقل تقلبا وتحدث زيادة سريعة في نشاط التداول و في حجم الأسهم المصدرة ويزداد حجم التعامل بصورة ملموسة، كما تنخفض معه علاوة مخاطر الأوراق المالية.لذا فهي تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة،كما هو الحال في هونغ كونغ،كوريا،المكسيك سنغافورة و تايوان.

ثالثا: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

لقد كان للعولمة الأثر الكبير في نمو الأسواق المالية الناشئة في كثير من الدول النامية نتيجة لتزايد الطلب على الاستثمارات الأجنبية والمحلية لسد الفجوة التمويلية في هذه الدول قصد توفير احتياجات التمويل للنشاط الاقتصادي والإنتاجي طويل الأجل فيها،إضافة إلى الرغبات المتزايدة للمستثمرين الدوليين في البحث عن أسواق متعددة لتنويع استثماراتهم تقليلا للمخاطر،و يشير هذان السببان إلى وجود منفعة متبادلة بين الدول النامية المضيفة للاستثمارات الأجنبية والمحلية والدول المتقدمة صاحبة رؤوس الأموال المستثمرة من إنشاء أسواق مالية في الدول النامية.[1]وترجع أسباب نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية وزيادة قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى نوعين من العوامل هما:

1- العوامل الداخلية (عوامل الجذب)

هي مجموع السياسات الاقتصادية التي من شأنها أن تساعد على جذب الاستثمارات إلى الأسواق الناشئة و تتمثل هذه العوامل في:

- برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها كثير من الدول النامية، وأهم هذه البرامج برامج الخصخصة، التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وساهمت هذه العملية في زيادة القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية و نشاطها عن طريق زيادة إصدار الأسهم و تعميق أسواق المال المحلية مما يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية.[2]

- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في الاقتصاديات الناشئة، مما يشجع على الاستثمار في أسواق تلك الدول، فعلى سبيل المثال تحقق تايلاند وكوريا و إندونيسيا معدلات نمو اقتصادي أعلى من تلك الـــتي

[1] خالد سعد زغلول، العولمة و الأسواق المالية الناشئة "، مجلة الحقوق العدد الأول، السنة السادسة و العشرون، الكويت مارس 2002، ص 54.

[2] هالة حلمي السعيد، مرجع سابق، ص 19.

تحققها الدول المتقدمة، و من هنا يفضل مديرو المحافظ المالية الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة.نظرا لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي و لذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على نموها.إضافة إلى أن هناك اعتقاد سائد لدى بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه ستزداد نسبة الأوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا و أمريكا اللاتينية في أي محفظة استثمارية دولية،نظرا لأن التحول إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة يعتبر ضروريا في ظل معدلات النمو العالية التي تسجلها اقتصاديات تلك الدول.

- إصلاح القطاع المالي الذي يعتبر أحد الدعائم الرئيسية التي ساعدت على النمو السريع لأسواق الأوراق المالية بها، فقامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة و التخلي عن الائتمان الموجه.

- إتباع الدول النامية لعمليات التوريق، مما يسمح بالمزيد من تدفقات الاستثمارات المالية لأسواقها .

- خفض معدلات الضرائب على المعاملات و الأرباح الرأسمالية، فضلا عن تنظيم قواعد الإفصاح المالي والتسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق و رفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية.

2- العوامل الخارجية (عوامل الدفع)

تعتبر العوامل الخارجية من المحددات الهامة لنمو الأسواق الناشئة و تتمثل أهم هذه العوامل في:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9.8 % في أفريل 1989 إلى 2.9 % في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة ذات العائد المرتفع.[1]

- تسهيل الدول المتقدمة دخول مصدري الأوراق المالية من الدول النامية لأسواقها من خلال إتباع تدابير من شأنها تخفيض كلفة المعاملات في أسواق الأوراق المالية فيها، و من ثم تشجيع إصدار الأوراق المالية فيها لتلبية احتياجات الدول النامية.

- تباطؤ النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية المتقدمة، مما انعكس ذلك على نمو الناتج المحلي الإجمالي.

- يعتبر الاتجاه نحو زيادة التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي، مثل صناديق المعاشات و شركات التأمين من بين العوامل الخارجية التي أدت إلى نمو الأسواق المالية الناشئة، خاصة و أن تلك المؤسسات تستوعب نصيبا متزايدا من الادخار العالمي . حيث يفضل المستثمرون ذوي

[1] Rober A. Feldman and Manmoban S.Kumar, Emerging Equity markets Growth Benefits and policy Issue, World bank research observer .vol 10.n^{02} August 1995. page 189.

الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الاستثمار في الأوراق المالية لأمريكا الجنوبية في حين يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في اليابان الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا .[1]

و من أهم الدراسات التي أعطت أهمية نسبية لعوامل الدفع دراسة " كالفو جليرمو ورينهات " حيث أكدت على أن السبب الرئيسي وراء التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى عشر دول من دول أمريكا اللاتينية يتمثل في عوامل الدورة الاقتصادية للسوق العالمي و بصفة خاصة انخفاض سعر الفائدة الأمريكي والكساد في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية .[2] كما أكدت دراسة "فرنداز أريز " نفس النتيجة، حيث قام بتحليل أسباب التحسن في الجدارة الائتمانية و التي يعود جزء كبير منها إلى الانخفاض في سعر الفائدة العالمي في حين جاء الجزء الآخر نتيجة لتحسن البيئة الاقتصادية المحلية لتلك الدول و خلص إلى أن 86 % من الزيادة في التدفقات في محفظة الأوراق المالية إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة 1989 – 1993 كانت نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة العالمية.[3] وهي ذات النتيجة التي توصل إليها فرانكل وروز في تحليلهما لمحددات تدفقات محفظة الأوراق المالية في عشرة دول من أمريكا اللاتينية ولبعض دول جنوب شرق آسيا.[4] و توصل " كوهان و كلازنس و ماينبي " إلى نتائج مشابهة بالنسبة لتدفقات الأسهم و السندات من الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تفسر العوامل الخارجية نحو نصف التدفقات التي اتجهت إلى دول أمريكا اللاتينية، بينما تشترك كل من العوامل الداخلية و الخارجية في تفسير تلك التدفقات (من الأسهم و السندات) إلى الدول الآسيوية، وإن كانت المتغيرات الداخلية تزيد في أهميتها على المتغيرات الخارجية بنحو 3 – 4 مرات في تفسير سلوك تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول الآسيوية.[5] و أكد كل من " هارنندز و رادولف " على أن العوامل الداخلية هي التي تفسر تدفق رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى كل من آسيا و أمريكا اللاتينية. أضف إلى ذلك أن الإصلاحات الداخلية، و التي ينظر إليها على أنها وقتية، تحفز تدفق رؤوس الأموال حيث يفسر ذلك برغبة المستثمرين بجني الأرباح قبل تغيير السياسات القائمة.[6]

---

[1] مسعود أحمد و سودارستان غونيو، الإستثمار بالحافظة و تدفقه إلى البلدان النامية ، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1993، ص 101.

[2] Calvo, Guillermo A& Sleonario Liederman and Carmen M.Reinhart , capital inflows and the real exchange factors , IMF working paper . August 1992 . P 17.

[3] Fernandez Arias , Eduardo, the new wave of capital inflows: push or pull , journal of development economics vol 48 , 1996 . p 23.

[4] Frankel,Jeffery.A and Andrew K Rose, currency crashes in emerging markets an empirical treatment , journal of development economics vol 41 , 1998 . p 17.

[5] Chuham , Ppunan , Stiji C;aessens , and Nandu Maming ," equity and bond flows to Asia and Latin America" the role of global and country factors , working paper n^0: 1160 ,world bank July 1993 p 01.

[6] Rumeen Islam , should capital flouws be regulated A look at issue policies , working paper N^0 2293 , world bank 2000,p 18-25.

المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة

هناك العديد من الخصائص التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية الناشئة يمكن إبرازها على النحو التالي:

أولا: الخطر والمردودية

الخطر هو الذي ينجم عن الاستثمار في أصل مالي، يتضح عبر مؤشر درجة التقلب في العائد volatilité أي الانحراف المعياري للعائد في السوق. وترتفع كفاءة سوق الأوراق المالية مع انخفاض قيمة هذا المؤشر. إذ يؤدي انخفاض درجة التقلب في العائد إلى ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في سوق الأوراق المالية.وبالتالي فإن هذا المؤشر يعتبر أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة سوق الأوراق المالية.[1]

فبالنسبة للخطر الناجم عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية فنظرا لضعف القيمة السوقية والسيولة في الأسواق المالية الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محافظهم الاستثمارية قد يحدث تقلبات حادة في الأسعار، باتجاه الارتفاع أو الانخفاض على حد سواء. بالإضافة إلى حساسية تلك الأسواق لعوامل خارجية أخرى.أما خطر السيولة فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ،فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار سلبية على تطور سوق الأوراق المالية.

كما تمتاز الأسواق الناشئة بعوائد مرتفعة التي تتضح من خلال معدلات النمو المرتفعة في اقتصاديات الدول الناشئة ويمكن إبراز ذلك من خلال الجدول التالي:

[1] إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة،دار النهضة العربية، القاهرة 2000،ص 137.

الجدول (3-1): معدلات النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة والنامية خلال الفترة [2005- 2012]

الوحدة نسبة مئوية

البيان	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
العالم	4,5	5,1	5,2	3	-0,6	5.2	4.0	3.2
الدول المتقدمة	2,7	3	2,8	0,5	-2,4	3.0	1.6	1.2
الولايات المتحدة	3,1	2,7	2,1	-0,4	-2,4	2.4	1.8	2.2
منطقة اليورو	1,7	3	2,8	0,6	-4,1	2.0	1.4	-0.6
المملكة المتحدة	2,2	2,9	2,6	-0,5	-4,9	1.8	0.9	0.2
اليابان	1,9	2	2,4	-1,2	-5,2	4.7	-0.6	2.0
كندا	3	2,9	2,5	-0,4	-2,6	3.2	2.6	1.8
الدول المتقدمة الأخرى ومنها:	4,8	4,7	4,9	1,7	-1,1	5.8	3.3	1.8
الدول الآسيوية حديثة التصنيع	4,8	5,8	5,8	0,3	-6,6	7.0	4.5	6.1
أستراليا	3,2	2,6	4,7	2,4	1,3	2.6	2.4	3.6
الدول النامية واقتصاديات السوق الناشئة الأخرى	7,1	7,9	8,3	6,1	2,4	7.6	6.4	5.1
إفريقيا جنوب الصحراء	6,3	5,6	6,9	5,5	2,1	5.4	5.3	4.8
وسط وشرق أوروبا	5,9	5,6	5,5	3	-3,7	4.6	5.2	1.6
رابطة الدول المستقلة	6,7	8,5	8,6	5,5	-6,6	4.9	4.8	3.4
الدول النامية الآسيوية	9	9,8	10,6	7,9	6,6	10.0	8.1	6.6
الصين	10,4	11,6	13	9,6	8,7	10.4	9.3	7.8
الهند	9,2	9,8	9,4	7,3	5,7	11.2	7.7	4.0
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	5,3	5,7	5,6	5,1	2,4	5.5	4.0	4.8
نصف الكرة الغربي	4,7	5,6	5,8	4,3	-1,8	6.1	4.6	3.0
البرازيل	3,2	4	6,1	5,1	-0,2	7.5	2.7	0.9
المكسيك	3,2	4,9	3,3	1,5	-6,5	5.3	3.9	3.9

المصدر: صندوق النقد الدول،قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي أفريل 2013.

لقد تراجع أداء الاقتصاد العالمي في عام 2012 حيث انكمش الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي حيث سجل 3.2 %في عام 2012 مقابل نمو بلغت نسبته 4 % في عام 2011.وقد جاء هذا الانخفاض نتيجة لتراجع معدلات النمو في الدول المتقدمة والدول النامية. فقد تحول معدل النمو في الدول المتقدمة من 1.6 % في عام 2011 إلى انكماش بلغ معدله 1.2 % في عام 2012. كذلك الحال بالنسبة للدول المتقدمة الأخرى إذ تحول معدل النمو من 3.3% في عام 2011 إلى انكماش نسبته 1.8 % في عام 2012.أما الدول النامية واقتصاديات الأسواق الناشئة فقد حافظت على معدلات نمو رغم انخفاضها من 6.4 % في عام 2011 إلى 5.1 % في عام 2012.

ويلاحظ في هذا الشأن تباين أداء المجموعات الفرعية، فبعد أن كانت الدول النامية الآسيوية أكثر المجموعات ارتفاعا في معدلات نموها خلال السنوات الماضية، حققت هذه الدول معدلات نمو متواضعة خلال عام 2012 قدر بـــ 6.6% مقارنة بـــ 8.1%،10% في عامي 2010،2011 على التوالي.

أما دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا فرغم التباطؤ الاقتصادي العالمي والتطورات السياسية بها إلا أنها فقد حققت معدل نمو عام 2012 بلغ نحو 4.8% مقابل 4.0 % في عام 2011.

ويعزى ذلك إلى مجموعة من العوامل، من أهمها استفادة بعض دول هذه المجموعة من ارتفاع أسعار النفط والسلع الأساسية في الأسواق الدولية

وبالنسبة لدول أفريقيا جنوب الصحراء فقد تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للمجموعة ككل خلال عام 2012 ليبلغ 4.8 % مقابل5.3 % عام 2011

أما بالنسبة لرابطة الدول المستقلة فشأنها مثل باقي مجموعات الدول النامية حيث حققت معدل نمو عام 2012أقل مما حققته عام 2011 ، حيث بلغ معدل النمو في هذه الدول نحو 3.4 % عام 2012 مقابل معدل نمو بلغ 4.8 % في عام2011

وفيما يتعلق بدول وسط وشرق أوروبا فنظرا لكونها أكثر اعتمادا على منطقة اليورو سواء في تصريف منتجاتها، أو اعتماد التنمية الاقتصادية بها على الاستثمارات القادمة من تلك المنطقة، فقد كانت أكثر تأثرا بأزمة الديون السيادية الأوروبية، حيث بلغ معدل نموها 1.6% في عام 2012 مقارنة بنحو 5.2 % عام . 2011 أما فيمايخص بدول أمريكا اللاتينية والكاريبي فقد انخفض معدل نموها ليبلغ 3 % عام 2012مقابل 4.6 % في عام 2011.

ثانيا: تنظيم سوق الأوراق المالية

تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الاستخدام الجيـــد للمعلوماتية،النشـــر الجيـــد للمعلومات المتعلقة بالشركات، توقيت تسوية الصفقات، فعالية الإجراءات الرقابية، قدرة السوق على استخدام كافة الأدوات المالية الحديثة.

1- استخدام المعلوماتية في الأسواق الناشئة:

هناك تفاوت شديد في مدى استخدام الأسواق المالية الناشئة للمعلوماتية، فنجد أن بورصات سيول وسنغافورة وتايوان وبانكوك والبرازيل تتمتع بأنظمة نقل ملكية ومقاصة متطورة كالتي تستخدم في الأسواق الأكثر تقدما.أما في كل من إفريقيا وبعض بلدان آسيا وأمريكا اللاتينية، لا زالت تستخدم

تقنيات بدائية في تسوية الصفقات،وبالتالي يتوجب عليها بذل المزيد من الجهود حتى تواكب التقدم الحاصل في هذا المجال.[1]

2- إعلام وحماية المستثمرين:

إذا كان العائد مرتفع في الأسواق المالية الناشئة تشكل عامل جذب للمستثمرين الدوليين، فإن المخاطر المرتبطة بإنجاز العمليات يدفعهم لإعطاء أهمية قليلة لتلك الأسواق.

ثالثا: درجة انفتاح السوق

تقيم درجة الانفتاح من خلال عدد الشركات الأجنبية المدرجة فيها، والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من جهة أخرى، فالأسواق المالية الناشئة أقل تدويلا من تلك المتطورة.ففي الأسواق المالية الناشئة هناك اتجاه لفرض قيود على الأجانب للحد من حيازتهم للأوراق المالية المحلية.فالعديد من البلدان فرضت حدودا قصوى على هذه الحيازة.

عموما هناك ثلاثة قيود قانونية ومؤسساتية التي تحد من إمكانية الاستثمار هي:[2]

- الحد الأقصى لدرجة مشاركة الأجانب المسموح به في السوق.
- القيود على ملكية الأجانب للشركات.
- القواعد التي تحكم تحويلات المستثمرين الأجانب بالعملات الصعبة لأرباحهم ورؤوس أموالهم.

رابعا: مستوى الادخار الوطني

تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق مالية ناشئة،من نقص في مستوى الادخار الوطني، بالمقارنة مع حاجاتها التمويلية.ذلك لأن حجم الادخار المحلي المستثمر في البورصة مؤشر هام على مساهمة المواطنين في تفعيل أداء اقتصادهم و على الثقة بالسياسة الاقتصادية المطبقة،التي ستنعكس إيجابا على المستثمرين الأجانب.

[1] وسام ملاك،البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني ، بيروت الطبعة الأولى 2003 ، ص 109.

[2] نفس المرجع، ص 115.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية الناشئة

هناك عدة مؤشرات مستخدمة لقياس أداء أسواق الأوراق المالية، ومعرفة مدى تحقيق السوق لأهدافه ومن أهم المؤشرات المستخدمة في ذلك نجد:

أولا: مؤشرات حجم السوق

ثمة مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية هما نسبة رأس مال السوق Market capitalisation ، و عدد الشركات المدرجة بالسوق.

1- نسبة القيمة السوقية Market capitalisation

يقصد بالقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية Market capitalisation مجموعة الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق.[1]

أما نسبة القيمة السوقية فتمثل قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي. ومن الناحية الاقتصادية ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن نسبة القيمة السوقية ترتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.[2]

إن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد و تعبئة رأس المال.حيث تعكس القيمة السوقية مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى أداء السوق من حيث زيادة عدد الأسهم بزيادة عدد الشركات المدرجة. غير أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تنمية السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة القيمة السوقية، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا. ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر نسبة القيمة السوقية و لكنها غير نشطة.

ويمكن مقارنة حجم القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الناشئة مقارنة بالمتقدمة من خلال الجدول التالي:

[1] عباس كاظم الدعمي،السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، درا صفاء للنشر والتوزيع،عمان 2010،ص 175.

[2] Ross Levine & sara Zervos,capital control liberalization and stock market development;the working paper,W.B,Washington,1996,p10

الجدول (3-2): القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الناشئة[-] والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]

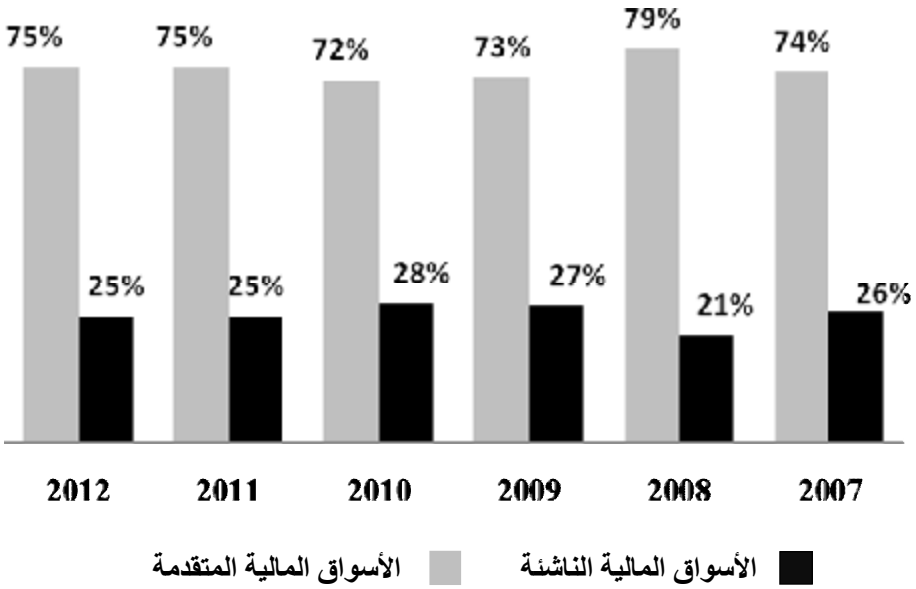
الوحدة: مليار دولار أمريكي

الدولة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الأسواق المالية الناشئة	16214,06	7168,34	12408,13	14504,88	11240,78	12958,22
الأسواق المالية المتقدمة	45796,43	26360,98	33394,42	37879,93	33695,44	38566,28

Source: WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2008,2010,2012 p .100

ولتحليل بيانات الجدول السابق يمكن الاعتماد على الشكل التالي:

الشكل (3-1): حصة كل من أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة من القيمة السوقية الكلية خلال الفترة [2007-2012]



المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى بيانات الجدول (3-2) .

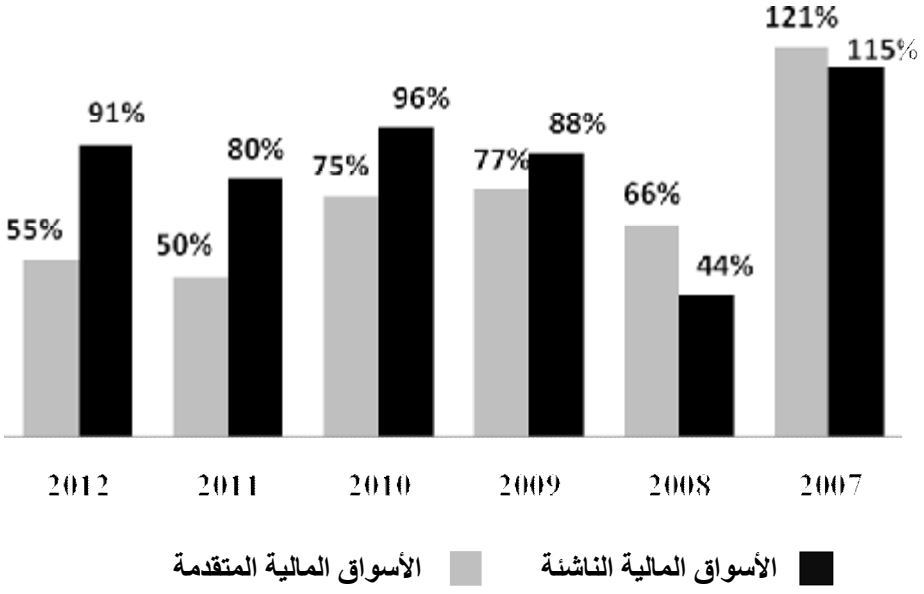
تتسم الأسواق الناشئة بشكل عام بصغر حجم قيمتها السوقية مقارنة بحجمها في الأسواق المتطورة إذ تراوحت في مجملها في عام 2007 حوالي 16214,06 مليار دولار أمريكي مقارنة بـــ 45796,43 مليار دولار في الأسواق المتقدمة الأمر الذي انعكس سلبا على نصيبها من القيمة الإجمالية حيث بلغت حوالي 26 % مقارنة بـــ 74 % للأسواق المتقدمة.إلا أن حصتها نمت لتصل نحو 28% بقيمة إجمالية تقدر بـــ 14504,88 مليار دولار مقابل 72% للأسواق المتقدمة التي بلغت قيمتها الإجمالية

[-] تم إعتماد الدول المصنفة في مؤشر مورجان ستانلي: MSCI Country Classification Standard, December 3, 2013

37879,93 مليار دولار وهذا في عام 2010.وتجدر الإشارة أن متوسط نصيب الأسواق المالية الناشئة خلال الفترة المدروسة بلغ نحو 25.41% في مقابل 74.59% للأسواق المتقدمة.

أما نسبة القيمة السوقية في الأسواق المالية الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة فيمكن إبرازها من خـــلال الشكل التالي:

الشكل (3-2):نسبة القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]



المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2008,2010,2012 p .100
2-. International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013
3- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013

من خلال الشكل نجد بشكل عام أن أداء الأسواق المالية في الدول المتقدمة مقارنة مع نظيراتها في الدول الناشئة كان جيدا،فخلال فترة الدراسة بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية في الدول المتقدمة نحو 90.26% مقارنة بـــ 69.30% في الأسواق المالية الناشئة وهذا راجع إلى الوزن الكبير و أهمية الأسواق المالية في الدول المتقدمة،أما على صعيد الفردي فقد كان أداء بعض الأسواق المالية الناشئة أحسن من مثيلاتها في الدول المتقدمة ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-3): نسبة القيمة السوقية بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة[2007-2012]

الوحدة:نسبة مؤية

	الدولة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الأسواق المالية الناشئة	شيلي	123,01	73,72	121,82	157,01	107,6	116,1
	كوريا الجنوبية	107,09	53,11	100,29	107,32	89,22	104,5
	ماليزيا	168,26	80,99	126,55	165,85	136,58	156,16
	تايلاند	79,38	37,64	52,4	87,09	77,67	104,65
	جنوب أفريقيا	291,28	179,86	248,19	174,91	130,16	159,33
	تايوان	168,84	89,13	174,59	190,42	125,94	133,37
الأسواق المالية المتقدمة	أستراليا	152,07	64,01	135,8	127,39	86,39	83,95
	كندا	153,54	66,7	125,67	136,98	109,76	113,29
	المملكة المتحدة	135,05	68,9	126,65	135,94	117,11	121,96
	هونغ كونغ	549,42	606	427,86	472,09	357,66	420,93
	سويسرا	282,89	164,54	210,16	223,26	141,8	170,96
	الولايات المتحدة	137,75	79,74	104,57	114,58	100,69	114,92

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2008,2010,2012 p .100

2-. International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013

3- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013

يتضح لنا من الجدول أن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بلغت في عام 2012 في كل من هونغ كونغ، المملكة المتحدة، سويسرا، الولايات المتحدة،كندا، أستراليا،نحو 420.93 %، 121.96 %،170.96 %،114.92 % 113.29 %،83.95 % على التوالي.

بينما كان أداء الأسواق المالية الناشئة بشكل منفرد أحسن بكثير مما هو عليه في بعض الدول المتقدمة . فمن خلال الجدول نلاحظ أن نسبة القيمة السوقية في كل من تايوان،جنوب إفريقيا تايلاند،ماليزيا،شيلي فقد بلغت خلال عام 2012 نحو 133.37 %،159.33 %،104.65%،156.16 %، 116.1 %.على التوالي.

2- عدد الشركات المدرجة

يمكن إدراج عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق ،غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر نسبة القيمة السوقية. إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيراً لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك

الشركات صغيرا. ويمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-4):عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة [2007 -2012]

الدولة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
البرازيل	442	432	377	373	366	353
شيلي	238	235	232	227	229	225
الصين	1530	1604	1700	2063	2342	2494
كولومبيا	96	96	86	84	79	76
التشيك	32	18	16	16	15	17
مصر	435	373	305	213	231	234
اليونان	292	300	296	287	275	267
المجر	41	41	43	48	52	51
إندونيسيا	383	396	398	420	440	459
الهند	4887	4921	4955	4987	5112	5191
كوريا الجنوبية	1767	1789	1778	1781	1792	1767
المكسيك	125	125	125	130	128	131
ماليزيا	1036	977	960	957	941	921
بيرو	190	199	195	199	202	213
الفلبين	242	244	246	251	268	268
بولندا	328	349	354	569	757	844
روسيا	328	314	279	345	327	276
تايلاند	475	525	535	541	545	502
تركيا	319	317	315	337	362	405
جنوب أفريقيا	422	379	363	360	355	348
تايوان	703	722	755	784	824	840
المجموع	14311	14356	14313	14972	15642	15882

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2008,2010,2012 p .100
2- . World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013

من خلال الجدول نجد أن عدد الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة قد أرتفع من 14311 شركة في عام 2007 إلى 15882 شركة في عام 2012 بمعدل زيادة يقدر بنحو 11%.و هذا إن دل على شيء فإنما يدل على سعي السلطات في تلك الدول إلى تطوير أسواقها المالية.

ثانيا: مؤشرات السيولة:

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية و لأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة و بتكلفة يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي أقل خطرا و تسهل من الاستثمار طويل الأجل. و يحذر المستثمرون من الأسواق التي تفتقر إلى السيولة، لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه.و في السوق ذات السيولة المرتفعة تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة،سواء عن طريق إصدار سندات أو بزيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم .

و هناك مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما: نسبة التداول، و معدل الدوران.

1- نسبة التداول:

تمثل نسبة التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد القومي، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني. والجدول التالي يوضح لنا إجمالي قيمة التداول في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة:

الجدول (3-5): إجمالي قيمة التداولات في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]

الوحدة: مليار دولار

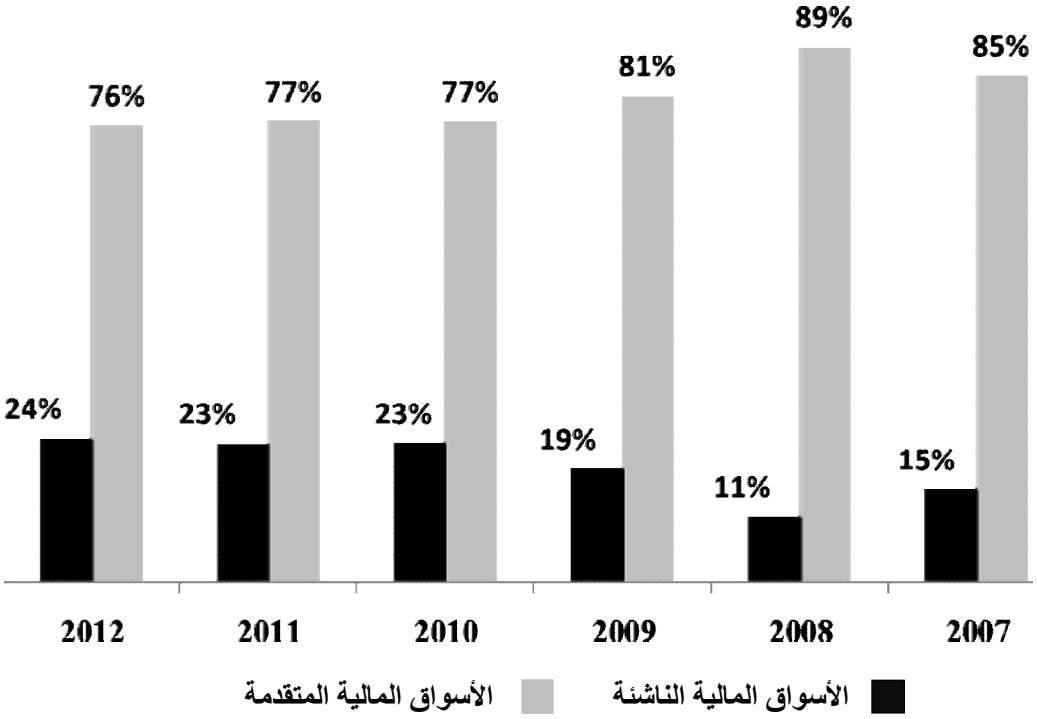
الدولة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الأسواق المالية الناشئة	14907,56	11498,94	15122,31	14927,94	15137,94	11667,62
الأسواق المالية المتقدمة	82249,21	95275,24	65300,94	49571,76	50734,27	37340,58

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2008,2010,2012 p .100
2- . International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013
3- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013

ولتحليل بيانات الجدول السابق يمكن الاعتماد على الشكل التالي:

الشكل (3-3): حصة كل من أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة من إجمالي قيمة التداولات خلال الفترة [2007-2012].

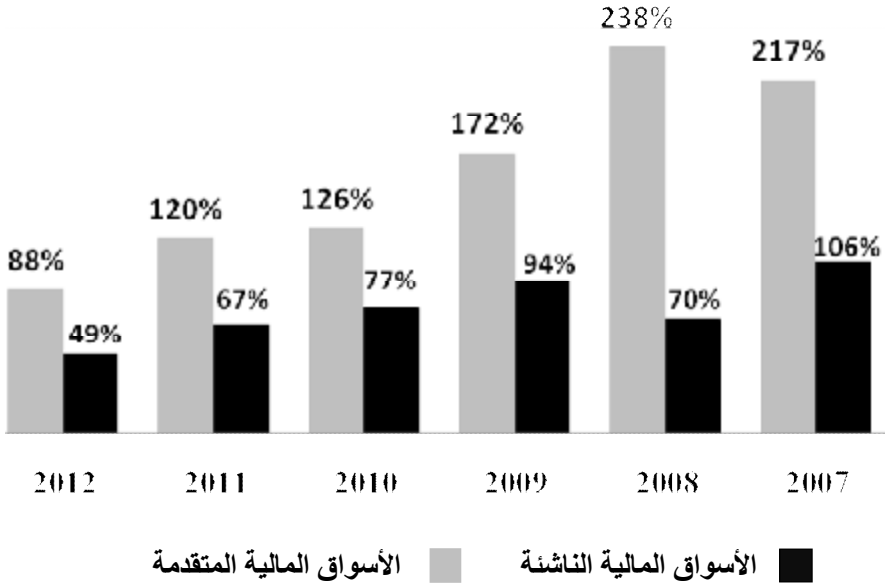


المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى بيانات الجدول (3-5).

بشكل عام لقد كان نصيب الأسواق المالية الناشئة من القيمة الإجمالية للتداول متواضعا مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة،إذ بلغت قيمة التداولات في الأسواق الناشئة في عام 2007 نحو 14907,56 مليار دولار مقارنة بـــ 82249,21 مليار دولار في الأسواق المتقدمة.الأمر الذي ساهم في تدني نصيبها من القيمة الإجمالية الذي بلغ نحو 15% مقارنة بـــ 85% للأسواق المالية المتقدمة.إلا أنها شهدت نموا خلال عام 2012 لتبلغ نحو 24%. نظرا لتدني قيمة التداولات في الأسواق المالية المتقدمة التي قدرت بـــ 37340,58 مليار دولار مقارنة بعام 2003.بمعدل انخفاض يقدر بـــ 54.60%.

أما نسبة التداول في الأسواق المالية الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة فيمكن إبرازها من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-4): نسبة التداول في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012].



المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى

1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2008,2010,2012 p .100
2-. International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013
3- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013

من خلال الشكل نجد بشكل عام أن أداء الأسواق المالية في الدول المتقدمة مقارنة مع نظيراتها في الدول الناشئة كان جيدا،فخلال فترة الدراسة بلغ متوسط نسبة التداول في الدول المتقدمة نحو 160.15% مقارنة بـــ 77.32% في الأسواق المالية الناشئة وهذا راجع إلى الوزن الكبير و أهمية الأسواق المالية في الدول المتقدمة.

أما على صعيد الفردي فقد كان أداء بعض الأسواق المالية الناشئة أحسن من مثيلاتها في الدول المتقدمة ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-6): نسبة التداول في بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة [2007-2012]

الوحدة:نسبة مئوية

	الدولة	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الأسواق المالية الناشئة	شيلي	25,7	20,35	21,85	24,97	22,65	17,32
	كوريا الجنوبية	188,14	157,4	189,61	160,27	182,41	134,02
	ماليزيا	77,5	36,89	36,08	36,44	44,57	40,81
	تايلاند	43,81	42,84	51,17	68,34	67,24	62,7
	جنوب أفريقيا	148,77	146,99	120,61	93,61	92,63	81,13
	تايوان	256,94	207,3	238,45	209,3	175,88	123,02
الأسواق المالية المتقدمة	أستراليا	154,92	96,42	82,21	107,02	89,87	68,63
	كندا	115,55	117,83	92,68	86,6	87,51	67,87
	المملكة المتحدة	361,36	241,35	154,1	131,55	119,88	100,52
	هونغ كونغ	433,32	741,58	695,94	698,55	623,83	467
	سويسرا	394,6	287,11	156,15	157,9	141,18	101,56
	الولايات المتحدة	294,28	434,87	324,15	203,6	197,96	131,58

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS 2008,2010,2012 p .100

2- . International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013

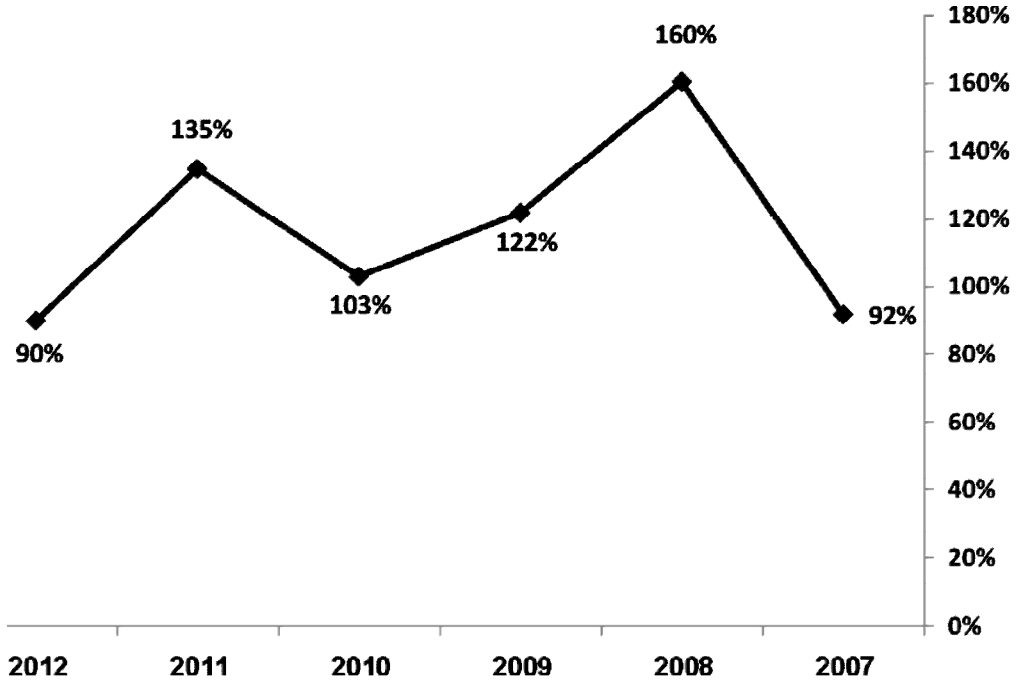
3- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013

من خلال الجدول نجد أن الدول المتقدمة تتميز فيها الأسواق المالية الناشئة بسيولة مرتفعة وفقا لمؤشر نسبة التداول فقد بلغت هذه النسبة في عام 2012 نحو 131.58%، 101.56%، 467%،في كل من الولايات المتحدة، سويسرا، هونغ كونغ على التوالي.أما في الدول الناشئة فنجد أن بعضها تتمتع بنسب تداول مرتفعة مثل تايوان،جنوب إفريقيا، كوريا، إذ بلغت في عام 2012 نحو 123.02 %، 81.13 %، 134.02 % على التوالي. الأمر الذي يعكس ارتفاع مستويات السيولة في أسواق تلك الدول، بينما بلغت تلك النسبة في بعض البلدان الأخرى مثل البرازيل، شيلي، اليونان نحو 37.05 %،17.32%، 5.96 % على التوالي . الأمر الذي يعكس تدني مستويات السيولة في أسواق تلك الدول.و هذا ما يعزز القول بأن مؤشر نسبة القيمة السوقية يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كليا للدلالة على درجة نمو السوق.

2- معدل الدوران:

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية إلى القيمة السوقية، ويكمل معدل الدوران نسبة القيمة السوقية، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة . فهي صغيرة لانخفاض نسبة القيمة السوقية و نشطة لارتفاع معدل الدوران. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-5): تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة [2007-2012].



المصدر: من إعداد الطالب استنادا لبيانات الجدول (3-2)،(3-5).

من خلال الشكل يتضح لنا أن أداء الأسواق المالية الناشئة وفقا لمؤشر معدل دوران الأسهم كان جيدا فقد بلغ نحو 160% في عام 2008 مقارنة بـــ 92% عام 2007 وهذا ما يعكس تحسن مستوى السيولة وازدياد عدد المستثمرين.إلا أنه تراجع خلال عام 2009 و2010 ليبلغ نحو 122%،103% على التوالي بفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية.

المبحث الثاني: الإطار التنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية

لقد جاء إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية كنتيجة حتمية للظروف الاقتصادية التي ميزتها،خاصة الجانب المالي الذي لطالما ظل عاجزا أمام الحاجة الملحة والدائمة للمؤسسات القائمة أو التي هي قيد الإنشاء في توفير الأموال اللازمة لأنشطتها المختلفة. و تختلف أسواق الأوراق المالية العربية من حيث ظروف و تاريخ إنشائها و عدد الشركات المدرجة فيها و حجم التعاملات،و غيرها من السمات و الخصائص التي ترتبط بأسواق الأوراق المالية. مما سبق يمكن تناول أسواق الأوراق المالية العربية من خلال ما يلي:

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية الخليجية

قامت معظم دول مجلس التعاون الخليجي بسن القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية بهدف توفير بيئة أعمال ملائمة، خاصة مع تميز تلك الدول بوجود فوائض مالية معتبرة يمكن استثمارها في تلك الأسواق ،ومن هذا المنطلق يمكن دراسة ذلك على النحو التالي:

أولا: سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية

1- نشأة سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات. ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة،وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات السعودة للبنوك الأجنبية في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. وقد تم طرح كم هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة. وبقي السوق غير رسمي حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك.وفي عام 1984 صدر الأمر الملكي القاضي بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق مكونة من وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي انبثق عنها لجنة إشراف مشكلة من تلك الجهات. وقد أوكلت لمؤسسة النقد العربي السعودي مهمة المراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على عمليات تداول الأسهم في السوق. وتم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول كما تم تأسيس الشركة السعودية

لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية. إذ تقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية ومقاصة جميع عمليات الأسهم.[1]

2- شروط و متطلبات الإدراج:

أ- بالنسبة للأسهم:

يتم إدراج أسهم الشركات المساهمة السعودية في السوق إذا توفر فيها ما يلي: [2]

- يجب أن تتضمن نشرة الإصدار جميع المعلومات الضرورية لتمكين المستثمر من تقويم نشاط المصدر وأصوله وخصومه ووضعه المالي وإدارته وفرصه المتوقعة وأرباحه وخسائره،وأن تتضمن معلومات عن عدد الأوراق المالية وسعرها وأي التزامات وحقوق وصلاحيات ومزايا مرتبطة بها.
- أن تكون شركة مساهمة عامة و تكون أسهمها قابلة للتداول طبقا لنظام الشركات السعودي.
- فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية و حساب الأرباح و الخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين.
- أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا به صور من النظام الأساسي و قائمة بأعضاء مجلس الإدارة و نموذج لشاهدة ملكية أسهمها.
- ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن مائتي مساهم.
- ألا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم موضوع الطلب عن 30 %.
- يجب أن يكون المصدر شركة مساهمة سعودية.
- يكون المصدر قد نشر قوائمه المالية المراجعة عن السنوات المالية الثلاث السابقة على الأقل.
- يجوز للمصدر الأجنبي المدرجة أوراقه المالية في سوق مالية منظمة أخرى، أن يقدم طلبا لتسجيل أوراقه المالية وقبول إدراجها في السوق، وللهيئة قبول الطلب إذا رأت أن قواعد التسجيل والإدراج المطبقة في سوق المصدر الأجنبي مماثلة على الأقل لهذه القواعد.

ب- بالنسبة للسندات:

- يجب أن تتضمن نشرة الإصدار جميع المعلومات الضرورية لتمكين المستثمر من تقويم نشاط المصدر.[3]
- إذا كان للمصدر أوراق مالية مدرجة، وجب ألا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة لجميع أدوات الدين المطلوب تسجيلها وقبول إدراجها أو لكل شريحة من برنامج إصدار أدوات الدين عن 10 مليون ريال.

---

[1] http://www.tadawul.com.sa/ date de consultation: 28-03-2006

[2] هيئة السوق المالية،القرار رقم 2004/11/3 المتعلق بقواعد التسجيل والإدراج الصادر بتاريخ 4-10-2004،المادة 17،13.

[3] المرجع السابق،المادة 17.

- يجب ألا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة لجميع أدوات الدين المطلوب تسجيلها وقبول إدراجها أو لكل شريحة من برنامج إصدار أدوات الدين عن 100 مليون ريال.

3- نظام التداول:

سعت السوق المالية السعودية (تداول) منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية،حيث كان أول أنظمتها نظام ESIS للتداول الإلكتروني الذي تم تشغيله في سنة 1990، و في عام 2001 تم، استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية والتقنية، واكب ذلك إضافة أنواع جديدة من الأوامر وخصائصها و ميزة التسوية الفورية (T+0) التي تم تطبيقها والعمل بها لأول مرة.

ونظرا للتوسع المتوقع في سوق الأوراق المالية السعودي على المدى الطويل، قامت تداول في عام 2006 بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة OMX السويدية،الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية.لتشغيل أنظمة تداول الجديدة من خلال من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول، من صفقات، تسويات وتقاص، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي.كما ترتبط الأنظمة الخاصة بشركات الوساطة بنظام السوق الذي يتيح لها إدخال وصيانة جميع أوامر البيع والشراء،كذلك الحصول على معلومات السوق والأخبار اليومية بشكل آني ومباشر،مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب.

4- التسوية والمقاصة:

يتم تسوية الأوراق المالية الدرجة في نظام الإيداع والتسوية و مقاصتها بطريقة إلكترونية فبالنسبة للأسهم ووحدات صناديق المؤشرات المتداولة تكون التسوية آنية T+0.أما بالنسبة لأدوات الدين فتكون بعد يومين من تاريخ تنفيذ الصفقة T+2.[1]

5- مؤسسات سوق الأوراق المالية في السعودية:

أ- هيئة السوق المالية:

تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 1424/6/2 هـــ الموافق 2003/7/31 .بموجب نظام السوق المالية.و تتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة

[1] هيئة السوق المالية،قواعد مركز إيداع الأوراق المالية،قرار رقم (2012/17/2) بتاريخ 2012/04/29.

به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.[1]

ب- شركة السوق المالية السعودية (تداول):

نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة من خلال:

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية.
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق.
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

ج- مركز إيداع الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية لتنفيذ عمليات إيداع ونقل وتسويه ومقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.حيث يمكن للمساهم الاستعلام عن شهادات الأسهم التي يملكها والتي لم يتم إيداعها في محفظته الاستثمارية. وفي حالة وجود شهادات يمكن للمساهم إيداعها في المحفظة الاستثمارية في السوق من خلال تعبئة نموذج طلب إيداع شهادة.[2]

ثانيا: سوق البحرين للأوراق المالية

1- نشأة سوق البحرين للأوراق المالية:

استطاعت مملكة البحرين بحكم موقعها الجغرافي والاستراتيجي، و ديناميكية السياسة الاقتصادية المتبعة منذ استقلال البحرين،القائمة على آليات السوق إلى التحول إلى مركز مالي ومصرفي معترف به إقليمياً ودوليا مستندة في ذلك إلى جانب السياسات الاقتصادية والتشريعية إلى بنى تحتية متقدمة في قطاع الاتصالات والخدمات الأخرى اللازمة لعمل البنوك والمؤسسات المالية العالمية،بالإضافة حرية تحويل الأموال والأرباح وعدم وجود أية قيود على تحويل الدينار البحريني إلى أية عملة أخرى وغيرها من المزايا الأخرى، وقد تم استكمال الهيكل التنظيمي للسلطة النقدية وفقا للقانون رقم 23 لسنة 1973 والذي بموجبه تأسست مؤسسة نقد البحرين أي البنك المركزي .

و يعتبر النظام المصرفي في البحرين من أقدم النظم المصرفية في منطقة الخليج العربي بافتتاح فرع للبنك الشرقي (تشارترد بنك) في عام 1921، و يعتبر تأسيس بنك البحرين الوطني كأول شركة مساهمة عامة

[1] المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ الموافق 2003/7/31م المتعلق نظام السوق المالية

[2] هيئة السوق المالية،قواعد مركز إيداع الأوراق المالية،قرار رقم (2012/17/2) بتاريخ 2012/04/29.

بحرينية عام 1957 بمثابة اللبنة الأولى التي ساهمت في تشكيل سوق رأس المال في البحرين،ثم تلاه تأسيس العديد من الشركات المساهمة العامة في مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني وخصوصا في بداية حقبة الثمانينات من القرن الماضي التي تعتبر الفترة الأكثر نشاطا في تأسيس الشركات المساهمة العامة والتي ترافقت مع بداية ظهور نشاط سوق غير نظامية للأوراق المالية في البحرين عرفت باسم (سوق الجوهرة) والتي استمرت حتى تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية.

ولتنظيم سوق الأوراق المالية صدر القانون رقم [04] لسنة 1987 المتعلق بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية، والقرار الوزاري رقم [13] لسنة 1988 بشأن إصدار اللائحة الداخلية للسوق، التي تنظم البيئة التشريعية والقانونية والتنظيمية الأساسية اللازمة لقيام صناعة منظمة ومتطورة للأوراق المالية في البلاد وتحديد الأهداف والغايات التي ينبغي الوصول إليها من وراء تنظيم هذا القطاع.و بذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول وقد تم الافتتاح الرسمي للسوق يوم 17 جوان 1989.[1]

2- شروط و متطلبات الإدراج:

أ- بالنسبة للأسهم:

يشترط لإدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة ما يلي:[2]

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة عامان وأصدرت ميزانيتين سنويتين مدققتين.
- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 500000 دينار بحريني أو ما يعادلها بالعملات الأخرى، وألا يقل عدد الأسهم الصادرة عن 500000 سهم، وما زاد عن ذلك فيجب أن تكون الأسهم مدفوعة بنسبة 50% على الأقل.
- ألا تقل قيمة السهم الصادر للشركة في البورصة عن النسبة المدفوعة من القيمة الاسمية للسهم.
- ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم.
- أن يزيد مجموع صافي موجودات الشركة بحوالي 20 % من رأسمالها المدفوع.
- ألا يقل مجموع المبيعات السنوية عن 500000 دينار بحريني.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحا في سنتين ماليتين متتاليتين سابقتين على تقديم الطلب.
- أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية.

[1] رمضان علي شراح، مستقبل الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها ، مجلة آفاق إقتصادية، العدد 86 2001،ص 21.

[2] وزارة التجارة والزراعة،قرار رقم 13 لسنة 1988 المتعلق باللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية

- أن تصدر الشركة التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة خلال ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.

- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية .

أما فيما يخص إدراج الشركات الأجنبية في سوق البحرين للأوراق المالية فنجد أن القانون قد سمح بذلك إذا توفرت فيها الشروط التالية بالإضافة إلى الشروط السابقة بالنسبة للشركات المحلية:

- أن تكون الشركة مساهمة عامة ومدرجة في سوق الدولة الأم ومضى عليها ثلاث سنوات عل الأقل.
- أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 10 مليون دولار أمريكي.
- أن تكون حققت أرباحا صافية من أنشطتها الرئيسية لثلاث سنوات سابقة على طلب الإدراج.
- لا توجد لديها أو جهات جنسيتها أية قيود تحد من حرية انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين.
- ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم.
- أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية معتمدة من قبل مدقق الحسابات و ميزانية سنوية مدققة.

كما تم السماح للمستثمرين غير البحرينيين بتملك الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة البحرينية المسجلة في السوق وذلك منذ العام 1999، حيث صدر المرسوم بقانون رقم 10 لسنة 1999 الذي يسمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك أسهم الشركات المدرجة بنسبة 100 % من الأسهم. كما سمح القانون ذاته للمستثمرين من غير مواطني دول مجلس التعاون بتملك ما نسبته 49 % من رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة المسجلة في السوق.[1]

ب- بالنسبة للسندات:

- أن تصدر السندات المحلية وفقا لأحكام قانون الشركات التجارية لعام 1975.
- أن تصدر السندات الأجنبية وفقا للقوانين ذات العلاقة في دولة الإصدار.
- الحصول على موافقة مؤسسة نقد البحرين.
- مرور سنتين على تأسيس الشركة المصدرة للسندات.
- سلامة الأوضاع المالية للشركات المصدرة.
- أن يكون رأس المال المدفوع للشركة المصدرة للسند 10 مليون دولار أمريكي كحد أدنى.
- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانياته ونتائج أعمالها في وسائل النشر المختلفة.

[1] http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/main_ar/main.asp le: 25-07-2006

3- نظام التداول:

بدأت بورصة البحرين بتطبيق نظام التداول الآلي في العام 1999، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة. حيث يوفر النظام جملة من المزايا للمتعاملين منها الدقة والسرعة والعدالة الضرورية في التعامل مع قرارات المستثمرين.

وقبل تدشين نظام التداول الآلي بالبورصة، كان التداول في بورصة البحرين يتم يدويا، الذي يتطلب من الوسيط كتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقاها من المستثمر على لوحات التداول في قاعة التداول حيث تتم عملية إتمام الصفقات عند تماثل أسعار العرض والطلب.يدعم نظام التداول الآلي الذي تطبقه البورصة منذ العام 1999 الأسواق التالية:[1]

أ- السوق النظامي: وهو الذي يشمل أنواع متنوعة من التداول، ولا يسمح بأشكال التداول غير العادية كالأوامر الخاصة والكسور أو تداول الصفقات المتفق عليها.

ب- سوق الأوامر الخاصة: ويشترط فيه ما يلي:

- أن لا تقل قيمة الأمر عن 50000 دينار بحريني.
- أم يكون الأمر لصالح شخص واحد فقط.
- أن لا يكون الأمر الخاص مرتبطا بأي صفقة في السوق النظامي.

ج- سوق الصناديق الاستثمارية: وهو مخصص لتداول وحدات الصناديق الاستثمارية.

د- سوق السندات: هذا السوق مخصص لتداول سندات الدين والصكوك الإسلامية.

4- المقاصة والتسوية:

تتم تسوية الصفقات المنفذة في بورصة البحرين خلال يومي عمل (T+2) ، حيث يقوم قسم التسويات والتقاص والإيداع المركزي في البورصة بإتمام عملية تسوية وتقاص جميع الصفقات المنفذة على أسهم الشركات المدرجة عن طريق قيدها إلكترونيا، كما تقوم البورصة بإتمام عملية التسوية النقدية لجميع الصفقات المنفذة لصالح أعضائها المشتركين عن طريق بنك التسوية. على أساس التسليم مقابل الدفع الكترونيا.[2]

[1] إدارة سوق البحرين للأوراق المالية،قرار رقم 2001/06 الصادر بتاريخ 2001/11/19 المتعلق بتقديم خدمة التداول عن بعد في سوق البحرين للأوراق المالية.

[2] إدارة سوق البحرين للأوراق المالية قرار رقم 2001/20 المؤرخ في 2001/12/30 المتعلق بإجراءات التسوية والتقاص والإيداع المركزي بسوق البحرين للأوراق المالية

5- مؤسسات سوق الأوراق المالية في البحرين

أ- مجلس إدارة السوق:

يمارس مجلس إدارة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق ويكون مسئولا عما يلي:[1]

- رسم السياسات والإستراتيجيات العامة للسوق .
- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها.والنظر في طلبات قيد أسهم الشركات المساهمة البحرينية أو أية أوراق مالية أخرى.
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية، وتعيين مراقبي الحسابات .
- اقتراح اللوائح والنظم الداخلية للسوق والتي يصدر بها قرار من وزير التجارة والزراعة.
- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقا لأحكام اللائحة الداخلية.
- وقف العمل مؤقتا في السوق، أو في أسهم الشركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.

ب- مركز التسوية والإيداع المركزي:

تم إنشاء نظام المقاصة والتسوية والسجل والإيداع المركزي بموجب القرار رقم 3 لسنة 2000.[2]
وتتمثل الخدمات التي يقدمها نظام التسوية والإيداع المركزي ما يلي:[3]

- إصدار أرقام المستثمرين.
- تشغيل وإدارة نظام المقاصة والتسوية الإيداع المركزي.
- تحديث بيانات حسابات الأوراق المالية على ضوء التعاملات التي تتم في البورصة من إيداع وبيع وشراء وتحويل وسحب للأوراق المالية المودعة.
- فتح وحفظ حسابات الأوراق المالية في السجل المركزي للأوراق المالية وإظهار أرصدة حسابات مالكي الأوراق المالية والتحويلات التي تتم عليها وأية رهونات أو حقوق للأطراف الأخرى. إيداع الأوراق المالية عن طريق الأعضاء المشتركين.

[1] وزارة التجارة والزراعة،قرار رقم 13 لسنة 1988 المتعلق باللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية،المادة 5.

[2] مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية، القرار رقم 3 لسنة 2000،المؤرخ في 2000/10/21، المتعلق بقواعد المقاصة والتسوية والإيداع المركزي بسوق البحرين للأوراق المالية، المادة 06.

[3] سوق البحرين للأوراق المالية،قرار رقم 20 لسنة 2001 المؤرخ في 2001/12/30،المتعلق بإجراءات التسوية والتقاص والإيداع المركزي بسوق البحرين للأوراق المالية، المادة 03.

ثالثا: سوق قطر للأوراق المالية:

1- نشأة سوق الأوراق المالية في قطر:

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسميا في عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج.

وفي يونيو 2009 قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات،كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.[1]

2- شروط و متطلبات الإدراج:

يتم إدراج الأوراق المالية في بورصة قطر على النحو التالي:[2]

أ- بالنسبة للأسهم:

يشترط في الشركة التي تود إدراج أسهم ما يلي:

- أن يكون رأس مالها مدفوعا بالكامل.
- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة حسب آخر بيانات مالية عن رأس المال المدفوع.
- ألا يقل رأسمالها المكتتب به عن 40 مليون ريال قطري.
- ألا تقل القيمة المدفوعة من القيمة الاسمية عن 50%.
- أن يكون مر على نشاطها الفعلي على الأقل ثلاث سنوات،وأصدرت بيانات مالية مدققة.
- ألا تكون مدينة بمبالغ عجزت عن تسديدها.
- أن يتم طرح نسبة لا تقل عن 40% ولا تزيد عن 80% من الأسهم على الجمهور.
- عند الإدراج يجب ألا يقل عدد المساهمين عن 30 مساهما في حالة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة،وعن 100 مساهم في الحالات الأخرى.
- أن تلتزم بالإفصاح عن المعلومات التي من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية.

ويتم إدراج الشركات الأجنبية في سوق الدوحة للأوراق المالية إذا توفرت لديها الشروط التالية:

- أن تكون مدرجة في سوق الأوراق المالية للبلد الذي تأسست فيه الشركة.

[1] بورصة قطر للأوراق المالية http://www.qe.com.qa/ تاريخ الإطلاع 2014/01/20.

[2] هيئة قطر للأسواق المالية،نظام طرح وإدراج الأوراق المالية،نوفمبر 2010،المادة 22.

- يجب مراعاة شروط ومتطلبات الإدراج المطبقة على الأوراق المالية القطرية.
- يجب على الشركة الأجنبية التي لها أوراق مالية في بورصة أخرى،أن تفصح عن نفس المعلومات التي يتم الإفصاح بها في تلك البورصة.

ب- بالنسبة للسندات:

يشترط لإدراج السندات ما يلي:

- تعيين شخص قانوني لرعاية مصالح حملة السندات أو الصكوك.
- تعيين شخص اعتباري ليقوم بالنيابة عنها بدفع مستحقات المستثمرين في السندات أو الصكوك.

3- نظام التداول:

تم في عام 1997 بدء أول يوم تداول للأوراق المالية في قاعة سوق الدوحة للأوراق المالية بشكل منظم.كما تم إدخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق في عام 1998. حيث يتم تداول الأوراق المالية من خلال التداول المستمر أو عن طريق المزاد، حسب قرار البورصة الذي يصدر وفقا لسيولة الورقة المالية، وباستثناء الوقت المحدد للتداول المستمر أو عن طريق المزاد، تطبق نفس المبادئ على مختلف مراحل جلسات التداول. وفي عام 2001 تم تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام الكتروني باستخدام الحاسب الآلي.[1]

4- المقاصة والتسوية:

تقوم شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية بعمليات المقاصة والتسوية بصورة إلكترونية.إذ أن كافة الصفقات المتداولة في البورصة تسوى في اليوم الثالث للتداول T+3.وتتم التسوية المالية عن طريق التقاص بين أعضاء التسوية النقدية (الأعضاء وأمناء الحفظ)، وتتم تسوية الأوراق المالية عن طريق الإضافة والخصم من حسابات العملاء المسجلة في نظام شركة قطر للإيداع الإلكتروني.إذ يقوم كل عضو بفتح حساب تسوية في أي بنك من البنوك المرخص لها في الدولة يسمى حساب تسوية. وتتم عملية التسوية النقدية متعددة الأطراف والخاصة بالمعاملات والدفعات بين كل من الأعضاء وأمناء الحفظ. من خلال حساب التسوية لشركة قطر للإيداع في بنك التسوية (مصرف قطر المركزي).[2]

[1] بورصة قطر للأوراق المالية http://www.qe.com.qa/ تاريخ الإطلاع 2014/01/20

[2] هيئة قطر للأسواق المالية، قواعد التعامل في شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية،المواد 25-51.

5- مؤسسات سوق قطر للأوراق المالية:

أ- هيئة قطر للأسواق المالية:

تأسست هيئة قطر للأسواق المالية بموجب القانون رقم (33) لسنة 2005 وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على الأسواق المالية والشركات المرخص لها بممارسة الأنشطة المتعلقة بالتعامل مع الأوراق المالية في أو من دولة قطر و لها صلاحية ممارسة الرقابة التنظيمية والتنفيذية على أسواق رأس المال.وقد صدر قانون الهيئة الجديد رقم (8) لعام 2012 والذي يعطي الهيئة نطاقا واسعا من المسؤوليات والالتزامات للإشراف والرقابة على الأوراق المالية بدولة قطر وزيادة نطاق التعاون الدولي.

وتسعى لتحقيق الأهداف التالية:[1]

- تنظيم الأسواق المالية،والإشراف والرقابة عليها.
- تنظيم التعامل في الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية.
- تعزيز الشفافية و الفعالية فضلا عن الوعي و نزاهة الأسواق.
- تقليص الحد من المعلومات المضللة و الممارسة المخادعة التي تؤثر في المنتجات والخدمات المالية.

ب- شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية:

شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية هي شركة لتقديم الخدمات، مُرخصة من قبل هيئة قطر للأسواق المالية، وتتولى تقديم الخدمات التالية:[2]

- تسجيل الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها.
- إجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية.
- إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية

[1] دولة قطر، قانون رقم (8) لعام 2012، المؤرخ في 2012/08/7،بشأن هيئة قطر للأسواق المالية، المادة 5.

[2] هيئة قطر للأسواق المالية، قواعد التعامل في شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية،المادة 2.

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في دول الشام

قامت دول منطقة الشام كغيرها من الدول بإنشاء ووضع القوانين ذات العلاقة بتنظيم سوق الأوراق المالية وذلك للدور الذي تقوم به هذه الأسواق في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية التي تعمل على تنمية الاقتصاد الوطني. وهذا ما سنبرزه من خلال العناصر التالية :

أولا سوق الأوراق المالية في الأردن

1- نشأة سوق عمان للأوراق المالية:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار سندات لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جديا بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها .بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية،حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation IFC المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالا اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعما له وبعثا لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، الذي تم .بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي . Amman Financial Market AFM وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1. [1]

[1] فيصل محمود الشواورة،الإستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية،دار وائل للنشر،عمان 2008،ص 118

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته و يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

ظل سوق عمان المالي يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، إلى أن صدر قانون الأوراق المالية في الأردن عام 1997، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة.[1]

2- شروط الإدراج في سوق عمان للأوراق المالية:

يتم إدراج أسهم الشركات في سوق عمان للأوراق المالية من خلال سوقين، السوق الأول والسوق الثاني حيث يتم تقسيمهما حسب معايير السيولة و الربحية للشركات.[2]

أ- السوق الأول:

ويتم فيه إدراج أسهم الشركات التي تستوفي الشروط التالية:

- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% من رأس مالها المدفوع.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحا صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج، على أن لا يقل معدل صافي أرباح الشركة قبل الضريبة لآخر ثلاث سنوات عن 5% من رأس مال الشركة المدفوع.
- ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 10%إذا كان رأس مالها المدفوع أقل من 50مليون دينار. ويستثنى من ذلك الشركات التي يساوي أو يزيد رأس مالها المدفوع عن 50 مليون دينار.

[1] صبري الخصيب، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004و2005،غرفة تجارة عمان،جويلية 2006،ص03.

[2] مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 ولأحكام المادة (24/ب/1) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004 والمقرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2012/295 تاريخ 2012/7/4

- ألا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 100 مساهم.
- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 5 مليون دينار

ب- السوق الثاني:

على الشركة التي تتقدم بطلب لإدراج أسهمها في السوق الثاني أن تزود البورصة بالبيانات والمعلومات التالية:

- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وغاياتها الرئيسية، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت أم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة (إن وجد).
- وصف للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة وتلك التي ترغب الشركة بإدراجها.
- تقييم مجلس الإدارة مدعما بالأرقام لأداء الشركة والمرحلة التي وصلتها والإنجازات التي حققتها.
- الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ طلب الإدراج.
- الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة.
- أسماء الأشخاص الذين يملكون 5% أو أكثر من أسهم الشركة.
- أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية من طرفهم.
- كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة وعدد أسهمهم ، ونسبة مساهمة الأجانب فيها.
- عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار (إن وجدت).
- التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية إن وجد والذي يتضمن تقرير مجلس الإدارة والبيانات المالية للشركة وتقرير مدققي حسابات الشركة.
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 50% من رأس مالها المدفوع.
- ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة عن 5% من رأس المال المدفوع للشركات التي يقل رأس مالها المدفوع عن 10 مليون دينار ويستثنى من ذلك الشركات التي يساوي أو يزيد رأس مالها عن 10 مليون دينار.

ج.شروط نقل إدراج أسهم الشركات من السوق الأول إلى السوق الثاني

يتم نقل أسهم الشركات من السوق الأول إلى الثاني في الحالات التالية:

- انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون 75 % من رأس المال المدفوع.
- إذا أظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في آخر ثلاث سنوات مالية.
- انخفاض نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن الحد المقرر.
- انخفاض عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 75 مساهما.

- انخفاضا عدد أيام تداول الشركة خلال السنة المالية عن الحد المقرر.
- انخفاض نسبة الأسهم المتداولة للشركة خلال آخر اثني عشر شهرا عن الحد المقرر.

د- شروط إدراج الشركات الأجنبية:

- يجب مراعاة شروط ومتطلبات الإدراج المطبقة على الأوراق المالية الأردنية.
- يشترط لإدراج الأوراق المالية غير الأردنية، أن يكون قد مضى سنتان على الأقل على إدراج الأوراق المالية المعنية في بورصة غير أردنية
- يجوز لمجلس الإدارة إدراج الأوراق المالية المصدرة بالعملات الأجنبية ويتم تسعير هذه الأوراق المالية وفقاً لأحكام تعليمات تداول الأوراق المالية المعمول بها في البورصة.

3- نظام التداول:

لقد تم تحديث و تطوير و مكننة بيئة التداول في سوق عمان للأوراق المالية، و استبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولا به لسنوات طويلة. بحيث أصبح الوسطاء الماليون يقومون بتنفيذ أوامر البيع و الشراء من خلال نظام إلكتروني متطور و ضمن آلية تمتاز بالسهولة و المرونة و الأمان. ويعمل هذا النظام بموجب نظام المزايدة المستمرة.

حيث تم اعتماد نظام التداول الإلكتروني المعروف بـــ NSC V900 الذي يتضمن نظام التحكم المركزي ويهدف هذا النظام إلى الحد من مخاطر وأخطاء التداول في البورصة، من خلال التأكد من استيفاء أوامر الشراء والبيع المدخلة لجميع الشروط اللازمة قبل تمريرها إلى نظام التداول الإلكتروني، حيث لا يقبل هذا النظام أوامر الشراء والبيع إلا إذا كانت مدخلة لأرقام عملاء معرفة لدى مركز إيداع الأوراق المالية، إضافة إلى منع حدوث عمليات البيع بعجز حيث يقوم نظام التحكم المركزي بالتحقق من توفر رصيد الأوراق المالية الكافية لإتمام تنفيذ أمر البيع قبل تمريره إلى نظام التداول الإلكتروني، والعديد من المزايا الأخرى التي تهدف إلى منع حدوث أية أخطاء خلال عمليات التداول.[1]

4-المقاصة والتسوية:

قام مركز إيداع الأوراق المالية بتطبيق إجراءات التقاص والتسوية على أساس التسليم مقابل الدفع بحيث يتم تسوية عقود التداول إلكترونيا في اليوم الثاني الذي يلي يوم التداول T+2.

حيث يتم نقل ملكية الأوراق المالية المودعة من حساب العميل البائع لدى الوسيط البائع إلى حساب العميل المشتري لدى الوسيط المشتري بموجب قيود إلكترونية وبناء على الملف اليومي للتداول الوارد

[1] http://www.ase.com.jo/ar/node/1212. le 24 /05/2014.

للمركز من السوق حيث تبقى الأوراق المالية عالقة في حساب المشتري لحين إتمام إجراءات تسويتها ودفع ثمنها ولا يجوز إجراء أي تحويل عليها أو رهنها خلال تلك المدة..

وتكون عقود التداول إما عقود تداول مقبولة أو عقود تداول معلقة حيث يكون عقد التداول معلقا إذا كان عدد الأوراق المالية المسجلة في حساب العميل لدى وسيط البائع لا يكفي لتنفيذ عملية البيع، أو إذا كانت الأوراق المالية المباعة مقيدة بقيد ملكية يمنع التصرف بها (رهن، حجز). ويتم إبلاغ الوسيط إلكترونيا في حال وجود عقود معلقة خاصة به حيث يتوجب عليه إزالة أسباب التعليق في اليوم التالي ليوم التداول المعني كحد أقصىT+1 ، ويقوم المركز باحتجاز المبالغ التي تمثل قيمة عقود التداول المعلقة لحين قيام الوسيط بإزالة أسباب التعليق، وبخلاف ذلك يحل صندوق ضمان التسوية محل الوسيط المعني ويتخذ الإجراءات اللازمة لشراء الأوراق المالية العجز.

يعمل المركز على إجراء عملية التقاص والتي يتم بموجبها تحديد المبالغ المالية المستحقة على الوسيط أو له بناء على كافة عقود التداول المنفذة من قبله وذلك بطرح إجمالي قيمة مشتريات الوسيط من الأوراق المالية ليوم التداول من قيمة مبيعاته من الأوراق المالية لذلك اليوم. ويقسم المبلغ الذي يتوجب على الوسيط دفعه إلى:

أ- مبلغ احتياطي السيولة:

هو المبلغ المطلوب دفعه من قبل الوسيط الذي يزيد عن نصف مساهمته في صندوق ضمان التسوية ويدفع في موعد أقصاه الساعة التاسعة صباحا في اليوم التالي ليوم التداول في حساب احتياطي السيولة الخاص بالمركز.

ب- مبلغ التسوية:

يتم دفعه من قبل الوسيط في موعد أقصاه الساعة التاسعة صباحا في يوم التسوية ويمثل الفرق بين المبلغ المستحق على الوسيط والمبلغ الذي دفعه كاحتياطي سيولة.

إذا لم يقم الوسيط بتسديد مبلغ احتياطي السيولة أو مبلغ التسوية ضمن المواعيد المحددة لذلك يعتبر مخلا بالالتزامات المترتبة عليه، ويحل صندوق ضمان التسوية محل الوسيط المعني ويتخذ الإجراءات اللازمة لإتمام التسويات المالية من خلال صندوق ضمان التسوية.[i]

[i] أنشئ بموجب قانون الأوراق المالية 76 لسنة 2002،ويهدف إلى تحقيق الأهداف التالية:

-تغطية العجز النقدي لدى عضو الصندوق المشتري للأوراق المالية.

-تغطية العجز في رصيد الأوراق المالية الذي يظهر لدى عضو الصندوق البائع نتيجة تداول الأوراق المالية في السوق.

5- مؤسسات سوق عمان للأوراق المالية:

أ- هيئة الأوراق المالية:

هيئة الأوراق المالية هي إحدى المؤسسات الثلاث التي نص القانون على إنشائها، وهي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال. وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، وذلك تعزيزا لاستقلالها وحتى تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها.وتهدف الهيئة إلى[1]:

- توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية.
- تنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال في المملكة.
- حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور من الغش والخداع.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.
- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

ب- مركز إيداع الأوراق المالية:

أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، الذي صدر ضمن توجه الأردن نحو هيكلة سوق رأس المال وفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال، وأنشأت ثلاث مؤسسات مستقلة هي هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية. حيث أن المركز يخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها.[2]

بدأ المركز والذي يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري بممارسة مهامه في شهر ماي من عام 1999، ويعتبر المركز الجهة الوحيدة المخولة في المملكة المصرح لها بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 يتولى المركز المهام التالية:[3]

- تسجيل الأوراق المالية.
- إيداع الأوراق المالية.
- حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية.
- إجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية.

---

[1] مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، المادة (7) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002

[2] مركز إيداع الأوراق المالية،التقرير السنوي 2011،الأردن،ص20.

[3] مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، المادة (77) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002

ثانيا: سوق فلسطين للأوراق المالية

1- نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية.

بعد إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية وبعد انطلاق عدد من الشركات المساهمة العامة الكبيرة إلى حيز الوجود، تأسست السوق بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) حيث قدمت دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية بتاريخ 1995/07/19، للمباشرة في إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس وفي 1996/11/7 تم توقيع اتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية الفلسطينية، وبدأ التداول الفعلي في السوق 1997/2/18.[1]

2- شروط و متطلبات الإدراج

تم في الخامس عشر من شهر جويلية من العام 2005 تطبيق أنظمة وتعليمات جديدة أقرت لتتوافق مع قانون الأوراق المالية وقانون هيئة سوق رأس المال ومع المعايير العالمية الحديثة. ولأول مرة في تاريخ السوق، تم تقسيم الشركات المدرجة إلى مستويين بحيث وضعت الشركات التي تتمتع بمواصفات معينة وتلتزم بشروط محددة في السوق الأولى فيما فرضت شروط والتزامات أقل على السوق الثانية.

أ- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأولى:

ومن أهم شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة في السوق الأولى:[2]

- ألا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن 10 ملايين دولار أمريكي وبالنسبة للشركات المتداولة بالدينار الأردني ألا يقل عن 7 ملايين دينار أردني.
- أن يكون رأس مال الشركة مدفوعا بالكامل.
- ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 150 مائة مساهم.
- ألا تقل حصة المساهمين العامين في الشركة عن 25% من رأس المال المكتتب به.
- ألا يقل عدد الأسهم المصدرة عن 100000 مائة ألف سهم.
- أن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلا، وقد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقا لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنتين ماليتين على الأقل، وأن تكون قد حققت أرباحا صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لطلب الإدراج. وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى للسنتين القادمتين.
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 75% من رأس المال المدفوع.

[1] أحمد عمر شفيق القيشاوي،العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة في سوق فلسطين للأوراق المالية،رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل،الجامعة الاسلامية،غزة 2008، ص 31

[2] هيئة سوق رأس المال الفلسطينية قرار (2012/14)المتعلق بنظام إدراج الأوراق المالية في بورصة فلسطين

ب- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الثانية

- ألا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن 500000 دولار أمريكي
- ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 50 مساهم.
- ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة عن 10% من رأس المال المكتتب به.
- أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به مدفوعا بالكامل.
- أن يكون قد مضى على تأسيسها مدة لا تقل عن سنة.
- أن يطرح للاكتتاب العام ما لا يقل عن 20% من مجموع أسهم الشركة التي يتم إصدارها.
- أن تكون الشركة قد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنة مالية واحدة على الأقل. وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى اقتصادية.
- أن تتعهد الشركة بإتباع توصيات السوق، خاصة تلك التي ستؤدي بالوصول بها لإدراج أسهمها في السوق الأولى. وإذا لم تتقيد بها فلن يتم نقل إدراجها إلى السوق الأولى
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن % 50 من رأس المال المدفوع.

3- نظام التداول:

تم عقد أول جلسة تداول في البورصة في 1997/02/18. وتقوم بورصة فلسطين باستخدام نظام تداول الكتروني متصل مع الشركات الأعضاء .ويتم تسجيل أوقات أوامر البيع والشراء المدخلة على أساس وقت وصولها وبدقة متناهية ويتم نشر معلومات التداول بصورة آنية .ويحدد نظام التداول هامش التذبذب (الحد الأعلى والأدنى لأسعار الأسهم) المسموح به خلال جلسة التداول، بمقدار 7.5% للشركات المدرجة في السوق الأولى و 5% للشركات المدرجة في السوق الثانية من سعر الإغلاق السابق للسهم.وتكمن مميزات هذا النظام في ما يلي:

- تنفيذ الأوامر حسب الأولويات دون أي تحيز، حيث ترتب الأولويات حسب السعر و الوقت.
- التداول عند بعد من خلال شركات الوساطة وفروعها.
- التداول بأكثر من عملة، حاليا يتم التداول بالدينار الأردني والدولار الأمريكي.
- البيانات يتم الاحتفاظ بها إلكترونيا، إذ يمكن الرجوع لأي تاريخ ومعرفة جميع الحركات التي تمت.
- الربط مباشرة مع نظام الإيداع والتحويل (جميع الصفقات يتم عكسها مباشرة على حسابات المستثمرين، ويتم التأكد من توفر رصيد أسهم قبل إدخال أي أمر بيع، والتأكد من عدم تجاوز نسب الملكية في الشركات).

بعد تنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية وتسجيلها لدى مركز الإيداع والتحويل يكون السمسار العضو مدينا بتسليم الأوراق المالية الواردة في أمر البيع الذي أدخل إلى نظام التداول الإلكتروني، وبدفع الثمن الذي تم تنفيذ أمر الشراء عليه.[1]

تتم الرقابة على التداول من قبل بورصة فلسطين وهيئة سوق رأس المال من خلال برنامج SMARTS Online ،الذي يعتبر الأفضل عالميا في الرقابة على التداول من أجل ضمان الشفافية والتداول العادل. حيث يقوم نظام SMARTS بمراقبة جميع الأوامر للكشف عن أية تغيرات مخالفة للأصول، ويتم فحص الصفقات بعناية ودقة للكشف عن أية مخالفات .وفي حالة وجود مسوّغ، فإن النظام يقوم بإصدار تحذيرات ومعلومات رقابية أخرى ويرسلها إلى مراقب التداول، ما يمكنه من وقف أو إلغاء الأوامر و الصفقات المعنية.

وقد عملت سوق الأوراق المالية في فلسطين منذ إنشائها إلى إنشاء سوق تداول كفؤة عبر توفير قدر عال من الشفافية و ذلك من خلال بث بيانات التداول و إيصال المعلومة بالسرعة و الوقت المناسبين للمستثمرين سواء عبر شبكة الانترنت من خلال إتاحة خدمة التداول عبر الانترنت [2] رويترز REUTERS أو عن طريق رسائل الجوال.[3]

4- المقاصة والتسوية:

تقوم دائرة مركز الإيداع والتحويل في سوق فلسطين للأوراق المالية بعكس صفقات التداول على سجلات المساهمين في النظام الإلكتروني للدائرة بعد 30 ثانية من إنجازها. كما تقوم الدائرة باحتساب تسوية أثمان الأوراق المالية التي تم تداولها ما بين الوسطاء. وفي يوم العمل الثالث بعد التداول T + 3 تقوم الدائرة بنقل ملكية الأوراق المالية المتداولة من البائع إلى المشتري بعد التأكد من توفر مقومات التسوية بناءً على مبدأ التسليم مقابل الدفع .

[1] هيئة سوق رأس المال الفلسطينية قرار (20/4) المتعلق بنظام تداول الأوراق المالية في بورصة فلسطين، المادة 83 .

[2] سوق فلسطين للأوراق المالية،تعليمات التداول عبر الانترنت، بتاريخ 2007/01/31.

[3] محمد دويكات ، بث معلومات التداول عبر الشبكات الإلكترونية ، ملحق صادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية، أكتوبر 2004، ص 12.

5- مؤسسات سوق فلسطين للأوراق المالية:

أ- هيئة سوق رأس المال:

تهدف الهيئة إلى تهيئة المناخ الملائم لتحقيق استقرار ونمو رأس المال، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال في فلسطين،وحماية حقوق المستثمرين، لذا تقوم بالمهام التالية:[1]

- الإشراف على سوق الأوراق المالية بما يكفل سلامة التعامل فيه.
- التنظيم والرقابة والأشراف على نشاطات المؤسسات المالية غير المصرفية بما فيها تداول الأوراق المالية والخدمات المالية غير المصرفية.
- تنظيم الإفصاح عن أية بيانات أو معلومات تخص القطاع المالي غير المصرفي.
- مراقبة تطور المؤسسات المالية غير المصرفية بما يضمن سلامة عملها.

ب- مركز الإيداع والتحويل:

يعتبر مركز الإيداع والتحويل جزءا لا يتجزأ من مؤسسات بورصة فلسطين التي تم تسجيلها كشركة مساهمة عامة، باعتباره حافظا ومستودعا لإيداع وحفظ الأوراق المالية بالنيابة عن الشركات المصدرة ويسعى المركز إلى تحقيق الأهداف التالية:[2]

- الانتقال من البيئة الورقية إلى البيئة الإلكترونية وإدارة سجلات المساهمين من خلال قيود الكترونية.
- تعريف الشركات المساهمة العامة على النظام الالكتروني للمركز وذلك ليتم الاتصال ما بين نظام التداول ونظام الإيداع والتحويل الذي من خلاله تظهر جميع العمليات الناتجة عن عمليات التداول.
- الاحتساب الالكتروني لصافي الالتزامات المالية المستحقة للدفع/القبض على بنوك التسوية المعتمدة من قبل شركات الأوراق المالية.
- إصدار رقم المستثمر، فتح حسابات التداول وإيداع شهادات ملكية الأسهم.
- تنفيذ تسوية الأسهم في ثالث يوم عمل T+3 فور تنفيذ التسوية النقدية.
- إصدار شهادات إثبات ملكية أسهم للمستثمرين.
- عمليات الرهن والحجز وفك الرهن والحجز للأوراق المالية.

[1] السلطة الوطنية الفلسطينية،قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004 م

[2] هيئة سوق رأس المال الفلسطينية،قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004.المادة 14

ثالثا: سوق لبنان للأوراق المالية

1- نشأة سوق لبنان للأوراق المالية.

تعتبر بورصة بيروت ثاني أقدم سوق مالية في العالم العربي، حيث يعود تاريخ تأسيسها للعام 1920 تحت سلطة الانتداب الفرنسي. ففي البداية انحصر التداول بالذهب والعملات الأجنبية.[1] ليشمل مع بداية الثلاثينات أسهم شركات لبنانية فرنسية هدفت إلى خصخصة القطاع العام من سكك الحديد والاتصالات والبريد وكان بعض هذا الشركات مدرجا في بورصة باريس بالإضافة إلى بورصة بيروت. وفي أوائل الخمسينات تميز الاقتصاد اللبناني بنشاط ملحوظ حيث بدأت شركات صناعية ومصرفية و تدخل البورصة لتعد بورصة بيروت أفضل سوق مالي في المنطقة مع دخول حوالي خمسين شركة. ومع اندلاع الأحداث اللبنانية 1975 تراجعت حركة التداول في بورصة بيروت، بفعل تدهور الوضع الأمني، على إثرها تم تعليق العمل في البورصة من عام 1983.

وفي عام 1994 عينت الحكومة اللبنانية لجنة لوضع نظام داخلي جديد للبورصة وتنظيم وتحديث آلية التداول وذلك بمساعدة بورصة باريس.وقد عاودت بورصة بيروت نشاطها في 22 جانفي 1996،وفي جوان 1999 تم توقيع اتفاقية بين لجنة بورصة بيروت وبورصة باريس تؤمن بورصة باريس على أساسها نظام تداول معلوماتي جديد يسمح بالتداول المستمر .[2]

2- شروط و متطلبات الإدراج:

يتم إدراج الأوراق للشركات في سوق بيروت للأوراق المالية من خلال الأسواق الفرعية التالية:[3]

أ- السوق الرسمية:

يجب على الشركات الراغبة بإصدار الأوراق المالية في السوق الرسمية أن تتوفر فيها الشروط التالية:

- أن يكون رأسمالها ما يعادل بالليرة اللبنانية ثلاثة ملايين دولار أمريكي أو أكثر.
- أن تكون وزعت 25 % على الأقل من رأسمالها في أول يوم لتسعير أسهمها في البورصة.
- أن يكون عدد المساهمين الحائزين على نسبة 25% من رأسمال الشركة في حدود 50 مساهما.
- أن يكون قد مر على تأسيسها ثلاث سنوات على الأقل.

---

[1] سوق فلسطين للأوراق المالية، بورصة بيروت ..ثاني أقدم سوق مالية عربية، مجلة سوق المال،العدد29،جوان 2013،ص 53.

[2] موقع بورصة بيروت للأوراق المالية: http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx تم الإطلاع في 2013/12/16.

[3] الجمهورية اللبنانية، مرسوم رقم 7667 المتعلق بالنظام الداخلي لبورصة بيروت،المواد106، 111، 113.

- في حال إصدار سندات دين، لا بد أن تكون قيمة الإصدار ما يعادل مليوني دولار أميركي بالليرة اللبنانية على الأقل.

ب- السوق الموازية:

يجب على الشركات الراغبة بإصدار الأوراق المالية في السوق الموازية أن تتوفر فيها الشروط التالية:

- أن يكون رأسمالها ما يعادل بالليرة اللبنانية مليون دولار أمريكي أو أكثر.
- أن تكون وزعت 25 % على الأقل من رأسمالها في أول يوم لتسعير أسهمها في البورصة.
- أن يكون عدد المساهمين الحائزين على نسبة 25% من رأسمال في حدود 50 مساهما على الأقل .
- في حال إصدار سندات دين، لا بد أن تكون قيمة الإصدار ما يعادل مليون دولار أميركي بـــالليرة اللبنانية على الأقل.

ج- سوق الأوراق المالية غير المدرجة:

ويتم فيه تداول الأسهم التي تصدرها الشركات اللبنانية التي يبلغ رأسمالها مئة ألف ليرة اللبنانية على الأقل دون أن تكون مدرجة في بورصة بيروت.

3- نظام التداول:

اعتمدت بورصة بيروت نظام تداول جديد يرتكز على نظام مختلط يتضمن نظام التداول المستمر ونظام تثبيت السعر Fixing System، وذلك في 12 أكتوبر2000 . و في 7 جويلية 2003 تم استخدام نظام تداول الكتروني جديد تحت اسم NSC-Unix مصمم من قبل البورصة الأوروبية Euronext و في نهاية عام 2006 أطلقت بورصة بيروت نظام تداول جديد عن بعد، يسمح للوسطاء بتداول الأوراق المالية المدرجة في بورصة بيروت عن بعد من مكاتبهم الخاصة. كما تم إتاحة إمكانية التداول عبر الانترنت وذلك في 13 فيفري 2008 .[1] ويتم تسعير الأوراق المالية من خلال مقابلة أوامر البيع والشراء المدخلة من قبل الوسطاء خلال جلسة التداول في البورصة،ويحدد لكل ورقة مالية سعر توازني الذي على أساسه تنفذ كافة عمليات التداول وينبغي في تحديده مراعاة أن يضمن ما يلي:[2]

- زيادة كمية الأوراق المالية المتداولة إلى أقصى حد.
- تخفيض التفاوت بين حجم الأوراق المالية المطلوبة و المعروضة إلى أدنى حد.
- تخفيض فرق التسعير إلى أدنى حد بالنسبة إلى آخر تسعير.

[1] موقع بورصة بيروت للأوراق المالية: http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx تم الإطلاع في 2013/12/16.

[2] الجمهورية اللبنانية، مرسوم رقم 7667 المتعلق بالنظام الداخلي لبورصة بيروت،المواد 140، 176.

4-المقاصة والتسوية:

إن عمليتا التسديد والتسليم للأوامر المنفذة في بورصة بيروت تتمان من خلال مركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية للبنان والشرق الأوسط،و تتحدد مهلة التسديد و التسليم في بورصة بيروت للأوراق المالية بثلاثة أيام من يوم التداول T+3 مهما كان نوع الأوراق المالية المتداولة.

حيث تتم عملية نقل ملكية الأسهم المتداولة في بورصة بيروت من خلال قيد دفتري، مستندا إلى الملفات اليومية التي تسلمها بورصة بيروت إلى مركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية في نهاية كل جلسة تداول. أما التسوية النقدية فتتم من خلال مصرف لبنان.

لذلك يجب على الوسطاء المعتمدين أن يفتحوا بالإضافة إلى حساب الأسهم، حساب نقدي في مصرف لبنان يتم استعماله للعمليات التي ينفذوها في بورصة بيروت.[1]

5- مؤسسات سوق لبنان للأوراق المالية:

أ- هيئة الأسواق المالية:

تهتم بالمحافظة على سلامة الادخار الموظف في الأدوات المالية قصد تشجيع الأسواق المالية في لبنان بالتنسيق بين مختلف القطاعات المعنية .ومن أبرز مهامها نجد:[2]

- تنظيم وتطوير الأسواق المالية في لبنان والسعي إلى زيادة استخدام هذه الأسواق من قبل المستثمرين والمصدرين في لبنان والخارج.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة.
- وضع الإطار التنظيمي العام لإدراج الأدوات المالية والموافقة على التداول بها في البورصة.
- إصدار التراخيص لوسطاء السوق الذين يقومون بتقديم خدمات للمستثمرين والمصدرين.

ب- مركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية للبنان والشرق الأوسط Mid Clear:

قام مصرف لبنان في جوان 1994 بإنشاء شركة مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط بهدف تقديم خدمات متنوعة،كفتح حسابات الأوراق المالية للمستثمرين وإجراء عمليات التسوية والمقاصة[3].

[1] الجمهورية اللبنانية، مرسوم رقم 7667 المتعلق بالنظام الداخلي لبورصة بيروت،المواد 172، 180.

[2] الجمهورية اللبنانية قانون رقم 161 المؤرخ في 2011/08/17 المتعلق بالأسواق المالية،المادة 5.

[3] الجمهورية اللبنانية قانون رقم 139 المؤرخ في 1999/10/26 المتعلق بإنشاء وديع مركزي،المادة 2.

المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

لاشك أن وجود أسوق للأوراق المالية يعد عاملا هاما في تهيئة المناخ المناسب للاستثمار ،وبهدف تحقيق هذا الهدف قامت كل من مصر والمغرب والجزائر بإنشاء وتنظيم تلك الأسواق بهـــدف تجميـــع المدخرات المحلية. وسندرس أسواق تلك الدول على النحو التالي:

أولا: سوق الأوراق المالية في مصر

1- نشأة سوق الأوراق المالية في مصر

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم في العالم. فمنذ أن تكونت أولى الشركات المساهمة في مصر عام 1750 بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة، ولكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي أو الطريق لبيع وشراء الأسهم.و يمكن تقسيم تطور السوق المصرية للأوراق المالية إلى أربع مراحل زمنية هي كالتالي:

- المرحلة الأولى [1883 – 1958]:

تأسست بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 ثم تبعتها إنشاء بورصة القاهرة للأوراق المالية عام 1890. وبعد أن كانت المبادلات تتم في الشوارع أو على المقاهي، اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام 1903 من خلال نقابة أنشئت بالاتفاق مع البنك الأهلي، ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح سوق الأوراق المالية عام 1909 وتم تعديلها في عامي 1910،1912، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 ديسمبر عام 1933 بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية،و التي عدلت هي الأخرى في عام 1940 ثم عدلت في عام 1947.[1] وقد ارتبط تطور سوق الأوراق المالية في مصر بنشأة الأوراق المالية والشركات المساهمة، وما حدث فيها من تطور،حيث درجت الحكومات المصرية منذ الثلث الأخير من القرن التاسع عشر على الاقتراض من الخارج سواء من البنوك الأجنبية مباشرة أو عن طريق سندات الدين العمومي، التي كانت تطرحها أو تكتتب فيها تلك البنوك وقد واكب ذلك إنشاء الشركات المساهمة والتي بدأ بعضها عملاقا مثل الشركة العالمية لقناة السويس البحرية، التي كانت أوراقها المالية تتداول في بورصات الأوراق المالية في أهم مراكزها العالمية.[2]

---

[1] حسين عبد المطلب الأسرج،دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر،رسالة ماجستير في الاقتصاد كلية التجارة،جامعة الزقازيق فرع بنها،مصر 2002، ص 65.

[2] محمود فهمي،"الإطار القانوني والتنظيمي لسوق رأس المال في مصر ،مؤتمر " نحو سوق مالية كفء في مصر" ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ، القاهرة 26-27 فبراير 1997.ص 12و22.

ثم صدر القانون رقم 329 لسنة 1953 الذي اشترط قصر التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المقيدين بالبورصة.ثم صدر القانون رقم 161 لسنة 1957 و بموجبه وضعت لائحة جديدة لسوق الأوراق المالية بدلا من تلك التي كان معمولا بها منذ 1933 و ذلك حتى تكون السوق أكثر مطابقة و تماشيا مع الأوضاع و التطورات في الاقتصاد القومي. حيث اتخذت السلطات الاقتصادية موقفا مشجعا للنشاط الاقتصادي، انعكس ذلك في العديد من التشريعات التي اتخذت، والتي كان لها بالغ الأثر في تنشيط حركة التعامل ببورصة الأوراق المالية، و التي بلغت ذروتها في نهاية عام 1958 إذ بلغ عدد الشركات المسجلة بالبورصة 925 شركة ووصل متوسط حجم التعامل في بعض الأيام نحو 1.25مليون جنيه بالأسعار السائدة آنذاك.[1]

- المرحلة الثانية [1959 – 1973]

في جانفي 1959 صدر القانون رقم 07 و بمقتضاه تم تحديد الأرباح الموزعة على المساهمين بحيث لا تتجاوز 10 %. واعتبر بداية انتكاسة للنشاط الملحوظ لسوق الأوراق المالية، باعتباره أولى خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي الذي كان قائما على آليات السوق. وكان من نتيجة تحديد الأرباح الموزعة أن انخفضت أسعار الأسهم بحدة، وتبعا لذلك مني صغار المدخرين بخسائر فادحة أدت إلى تآكل نسبة كبيرة من مدخراتهم.

و بعد ذلك توالت الإجراءات التي تكرس التحول للاقتصاد الاشتراكي في إدارة الاقتصاد المصري، إذ صدر القانونين رقم 39، 40 القاضي بتأميم كل من بنك مصر و البنك الأهلي. بعدها صدرت قوانين جويلية 1961 المتعلقة بتأميم الشركات مما أدى إلى تأميم أكثر من 95 % من النشاط الاقتصادي.[2] الأمر الذي أصاب سوق الأوراق المالية في مصر بالشلل، إذ تقلص حجم القطاع الخاص المصري و الأجنبي مما أدى إلى تجميد السوق الأولية، و أصبح عدد الشركات المساهمة التبعة للقطاع الخاص المسجلة في البورصة نحو 36 شركة صغيرة الحجم.[3]

كما تراجع حجم التداول في سوق الأوراق المالية بمصر إلى نحو 9.1 مليون جنيه عام 1971 بعد أن كان حجمه نحو 38.4 مليون جنيه في عام 1960.

[1] البنك الأهلي المصري، تطور سوق رأس المال في مصر، النشرة الاقتصادية،المجلد 45،القاهرة 1992 ص 12-13.

[2] عاطف ويليام أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار فكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر،2007 ، ص 474-475.

[3] عطية عبد الحليم صقر " تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة "، القاهرة، دار النهضة العربية المصرية، 1998، ص 48.

غير أن الحكومة المصرية أدركت مع قدوم عام 1971 أهمية إصلاح الأضرار التي نجمت عن قرارات التأميم و ضرورة إعادة الثقة للاستثمار الخاص، فأصدرت القانون رقم 65 لسنة 1971 الذي يهدف إلى حماية المستثمرين العرب و الأجانب من مخاطر التأميم و المصادرة.

- المرحلة الثالثة [1974 – 1990]:

بدأت هذه المرحلة بسياسة الانفتاح الاقتصادي بصدور القانون رقم 43 لسنة 1974 الذي عمل على تشجيع مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، و بصدور هذا القانون بدأ النشاط يعود لسوق الأوراق المالية فارتفع عدد الشركات المسجلة في عام 1975 إلى 55 شركة برأس مال قدره 49 مليون جنيه.كما صدر القانون رقم 121 لسنة 1981 المتعلق بتعديل لائحة سوق الأوراق المالية، و في نفس السنة صدر القانون رقم 157 بشأن الضرائب على الدخل الذي منح مزايا و إعفاءات ضريبية سواء فيما يتعلق بالدخول الناتجة عن نشاط الشركات المساهمة أو الدخول الناتجة عن حيازة الأصول المالية كالأسهم والسندات الأمر الذي أسهم في زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة.كما صدر القانون رقم 230 لسنة 1989 الذي تضمن المزيد من حوافز الاستثمار، و في ظله ارتفع عدد الشركات المسجلة في بورصتي القاهرة و الإسكندرية إلى 369 شركة عام 1993 بنسبة 55 % من إجمالي عدد الشركات المسجلة خلال ذلك العام.

وخلال هذه الفترة تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري 520 لسنة بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ ا لملائم للادخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية.[1]

- المرحلة الرابعة ابتداء من عام 1991 إلى الآن:

و هي مرحلة الإصلاح الاقتصادي وقد بدأت عام 1991 وفي ظل هذه المرحلة تبلورت السوق المصرية للأوراق المالية في صورتها الحالية بأدواتها و مؤسساتها وبنيتها التنظيمية و التشريعية. وخلال هذه المرحلة صدرت العديد من التشريعات التي أسهمت في تنشيط السوق أهمها قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الذي شجع تأسيس شركات الاكتتاب العام، و استحداث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الاستثمار و غيرها بما يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.[2]

[1] صلاح زين الدين،سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموي المنشود دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها، المؤتمر العلمي السنوي الـــ 18 للاقتصاديين المصريين،الجمعية المصرية،للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة 7-9 أفريل 1994،ص 21-22.

[2] عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 270.

2- شروط ومتطلبات الإدراج

يتم إدراج الأوراق المالية في البورصة المصرية وفق الأسواق التالية:[1]

أ- سوق الأوراق المالية المقيدة (السوق الرئيسي)

تقيد الأوراق المالية بأحد جدولي البورصة التاليين:

- **جدول قيد الأوراق المالية المصرية:** يقيد به الأوراق المالية التي تتوافر فيها الشروط الآتية:

– **بالنسبة للأسهم:**

- ألا يقل ما يطرح من الأسهم الاسمية للاكتتاب العام عن 10 % من مجموع أسهم الشركة.
- ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 100 مساهم يبلغ إجمالي ما يملكونه 5 % على الأقل من إجمالي أسهم الشركة ولو كانوا من غير المصريين.
- ألا يقل عدد الأسهم المصدرة والمطلوب قيدها عن 2 مليون سهم.
- أن تقدم الشركة مصدرة الورقة المالية القوائم المالية لسنة مالية كاملة سابقة على طلب القيد.
- أن يكون رأس المال المصدر مدفوعا بالكامل ولا يقل عن 20 مليون جنية أو ما يعادلها.
- ألا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة لتاريخ طلب القيد عن 5 % من رأس المال المدفوع.
- تقديم تعهد من إدارة الشركة بالالتزام بالإفصاح للبورصة وهيئة سوق المال بتقارير مالية دورية.

– **بالنسبة لوثائق لصناديق الاستثمار:**

- أن تكون قد طرحت للاكتتاب العام أو الخاص بناء على نشرة اكتتاب المعتمدة من الهيئة. تقديم تعهد من مدير الاستثمار بالالتزام بالإفصاح للبورصة وهيئة سوق المال بتقارير مالية دورية.
- ألا يقل ما يطرح من وثائق الاستثمار الاسمية للاكتتاب العام عن 30% من مجموع وثائق الاستثمار المرخص للشركة بإصدارها في كل إصدار.
- ألا يقل عدد المكتتبين في وثائق الاستثمار المطروحة للاكتتاب العام عن 150 مكتتبا لكل إصدار حتى ولو كانوا من غير المصريين.

[1] الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار رقم 30 لسنة 2002 ، المعدل بتاريخ جويلية 2010، المتعلق بقواعد قيد الأوراق بالبورصة المصرية .

- **بالنسبة للسندات:**

- أن تكون قد طرحت للاكتتاب العام أو الخاص بناء على نشرة اكتتاب معتمدة من هيئة سوق المال.
- تقديم شهادة توضح درجة التصنيف الائتماني تحدد سنويا لا تقل عن (B B B)
- تقيد الأوراق المالية التي تصدرها الدولة أو أحد الأشخاص الاعتبارية العامة، بشرط تقديم نشرة الطرح أو مستندات الإصدار المعتمدة من السلطة المختصة بالجهة المصدرة.

- جدول قيد الأوراق المالية الأجنبية:

- يجب أن تكون الورقة المالية مقيدة في إحدى البورصات الأجنبية التي تخضع لإشراف جهة تمارس اختصاصات مماثلة لاختصاصات الهيئة العامة لسوق المال،وأن تكون الورقة المالية بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل للجنية المصري.
- أن تلتزم بإعداد ومراجعة القوائم المالية طبقا لمعايير محاسبية وقواعد مراجعه مقبولة دوليا .
- أن تتوفر نفس شروط قيد الأوراق المالية للشركات المصرية
- يجوز قيد السندات المصدرة من الشركات الأجنبية بعد موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية.

ب- سوق خارج المقصورة:

يضم الشركات التي يتم التداول عليها بالبورصة المصرية ولكنها ليست مقيدة بالبورصة ولا يطبق عليها شروط القيد والإفصاح التي تحكم الشركات المقيدة.و يضم سوق خارج المقصورة سوقين هما:

- سوق الأوامر:

يتم فيه التداول الأوراق المالية الشركات المشطوبة من جداول البورصة إلى جانب الشركات التي توافق البورصة على انضمامها لهذا السوق بناء على درجة سيولتها. ويخضع للشروط التالية:

- يجب أن تكون أوامر العملاء الصادرة لشركات السمسرة طبقا للنموذج المعتمد من البورصة.
- يتم إتباع نفس قواعد أولويات القبول الآلي المطبقة على نظام التداول داخل المقصورة.

يتم إجراء التعاملات من خلال أجهزة الحاسب الآلي الخاصة بشركات السمسرة بمقصورة البورصة أما شاشات التداول عن بعد فيمكن استخدامها في مرحلة لاحقه إذا اقتضى الأمر ذلك.

- يتم إجراء عمليات التسوية والمقاصة وفقا لنظام T+3.

- سوق نقل الملكية:

يتم فيه تنفيذ الصفقات المتفق عليها مسبقا من قبل العملاء وتقوم البورصة بالإعلان عن هذه الصفقات بعد تنفيذها ويخضع للشروط التالية:

- يتم من خلال هذا السوق الإعلان عن العمليات التي يتم الاتفاق بين أطرافها على البيع والشراء ونقل الملكية.
- العمليات التي تبلغ قيمتها عشرون مليون جنيه فأكثر، تعرض قبل تنفيذها على لجنة التداول وبعد صدور قرار اللجنة بالموافقة ترسل صورة منه إلى إدارة خارج المقصورة للتنفيذ.
- يتم إجراء التعاملات في سوق نقل الملكية من خلال إدارة خارج المقصورة.
- يتم إخطار شركة المقاصة بعمليات نقل الملكية لأسهم الشركات المحفوظة مركزيا.

ج- بورصة النيل (سوق المشروعات المتوسطة والصغيرة)

بورصة النيل هي سوق داخل البورصة المصرية مخصص لقيد وتداول الشركات الواعدة متوسطة وصغيرة الحجم، لتوفير التمويل اللازم لهم للتوسع والنمو بما يسمح برفع قدرتها التنافسية وتوفير المزيد من فرص العمل وذلك في إطار يجمع بين المرونة في قيد الشركات الواعدة مع توفير الحماية لحقوق كل من الشركات المقيدة والمستثمرين.[1] ويتم قيد الأوراق المالية للمؤسسات الغيرة والمتوسطة إذا توفرت فيها الشروط التالية:[2]

- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيد المركزي
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية .
- ألا تقل نسبة الأسهم المطروحة عن 10 % من إجمالي أسهم الشركة.
- ألا تقل نسبة حقوق مساهمي الشركة عن 50% من رأس المال المدفوع في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد.
- ألا يقل عدد مساهمي الشركة عن 25 مساهم.
- ألا يقل عدد الأسهم المصدرة عن 100 ألف سهم.
- أن تقدم الشركة القوائم المالية لسنة مالية كاملة سابقة على طلب القيد.
- أن يكون رأس المال مدفوع بالكامل.

3- نظام التداول:

شهد نظام التداول في البورصة المصرية حركة تطوير متتابعة من خلال التحول من تنفيذ التعاملات يدويا إلى النظام الالكتروني للتداول، ومع التطور السريع الذي شهدته البورصة في ذلك الوقت ظهرت الحاجة لنظام تداول أحدث يتناسب مع المعايير الدولية في هذا المجال، لذلك تعاقدت

[1] http://www.nilex.com.eg/ar/ 16/06/2013.

[2] الهيئة العامة للرقابة المالية ،قرار رقم 81 بتاريخ 2011/10/17، المتعلق بقواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة.

البورصة في عام 1998 مع شركة EFA الكندية والتي تم الاستحواذ عليها من قبل Computershare الأسترالية ثم لاحقا تم الاستحواذ عليها من قبل مزود النظام العالمي OMX وذلك لتقديم نظام الكتروني جديد للتداول والمقاصة والتسوية، وقد بدأ العمل بهذا النظام في عام 2001.[1]

ومع حركة التطوير التي شهدتها البورصة خلال السنوات الأخيرة والطفرة في أحجام التعاملات، كان هناك ضرورة ملحة لتحديث نظام التداول في البورصة ليتوافق مع الجيل الثاني لأنظمة التداول الالكترونية، ولذلك فقد تعاقدت البورصة المصرية مع نهاية 2006 مع شركة OMX العالمية لتقوم بتحديث نظام التداول لديها واستبداله بنظام"X-stream" ، والذي بدء العمل به في نوفمبر 2008، وهو النظام الذي سيستوعب الزيادات المتتالية في أحجام التداول كما سيمكن البورصة من تداول أدوات مالية متنوعة مثل الأسهم،السندات بالإضافة إلى صناديق المؤشراتETFs، الصكوك،والخيارات والمستقبليات، ومختلف المشتقات.

4-المقاصة والتسوية:

يقوم نظام المقاصة و التسوية علي مبدأ التسليم مقابل الدفع،حيث تتولى شركة مصر للمقاصة القيام بعمليات المقاصة ما بين شركات السمسرة البائعة والمشترية وإجراء التسوية المالية والورقية للعمليات على النحو التالي:[2]

- T+0 الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها بنظام الشراء والبيع في ذات الجلسة.
- T+1 سندات الخزانة المصرية الحكومية التي يتم التداول عليها بنظام المتعامين الرئيسين.
- T+2 باقي الأوراق المالية المقيدة3.

5-المؤسسات التابعة لسوق الأوراق المالية في مصر:

أ- الهيئة العامة للرقابة المالية:

أنشئت الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009،لتحل محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لسوق المال،والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري،وبالتالي فهي تشرف على تطبيق قانون سوق رأس المال الصادر رقم 95 لسنة 1992.وتسعى لتحقيق الأهداف التالية:[3]

[1] http://www.egx.com.eg/arabic/Trading_System.aspx le 23/02/2013

[2] الهيئة العامة للرقابة المالية، أهم ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010،القاهرة 2010،ص03.

[3] جمهورية مصر العربية،قانون رقم 10 لسنة 2009 الخاص بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية،الجريدة الرسمية،العدد 9،الصادر بتاريخ 1 مارس 2009.

- سلامة واستقرار الأسواق المالية غير المصرفية.
- تنظيم وتنمية الأسواق المالية غير المصرفية.
- توازن حقوق المتعاملين في الأسواق المالية غير المصرفية.
- توفير الوسائل وإصدار القواعد التي تضمن كفاءة هذه الأسواق وشفافية أنشطتها.

ب- شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي MCSD:

تأسست شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي بموجب أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992. في إطار البرامج التي تبنتها هيئة سوق المال لتطوير آليات سوق المال المصري. وكان الغرض الرئيسي من إنشاء الشركة هو إتمام عمليات المقاصة والتسوية لمعاملات الأوراق المالية بالسوق المصري وما يرتبط بذلك من خدمات، تطبيق نظام الإيداع المركزي في مصر، إنشاء نظام القيد المركزي وإتمام عمليات نقل الملكية الخاصة بعمليات البيع والشراء التي تتم في البورصة على أساس مبدأ التسليم مقابل الدفع. وحاليا ينقسم هيكل ملكية الشركة إلى 50% مملوكة لبنوك الحفظ، 45% تمتلكها شركات الوساطة في الأوراق المالية، بينما تمتلك البورصة المصرية الـــ 5% المتبقية.[1]

ج- شركة مصر لنشر المعلومات egidegypt :

هي شركة مشتركة بين البورصة المصرية وناسداك أومكس NASDAQ OMX ، وتم إنشائها في عام 1999 وذلك بهدف زيادة مستويات الشفافية والإتاحة المعلوماتية في السوق، وبالتالي إرساء الثقة في السوق المصري عند المستثمر.وتقوم شركة مصر لنشر المعلومات بنقل بيانات التداول اللحظي للشركات المقيدة ونشر بياناتها على المستوى المحلى والخارجي. كما توفر الشركة قواعد بيانات خاصة بالشركات المقيدة بحيث يصبح بإمكان المستثمرين الإطلاع على كافة البيانات والمعلومات الأساسية التي تقوم الشركات المقيدة بتقديمها لإدارة البورصة.

[1] https://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx?pageid=36 le 23/02/2013.

ثانيا: سوق الأوراق المالية في المغرب

1- نشأة سوق الأوراق المالية في المغرب:

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 ، و بمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة، وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم " مكتب المقاصة في القيم المنقولة ". وعند استحداث مراقب الصرف، وضعت السلطات القوانين والنظم الأساسية لهذا المكتب و ذلك بإصدار قرار بتاريخ 13 جويلية من عام 1948 سمي المكتب بموجبه " مكتب تسعيرة القيم المنقولة ".

و مع حصول المغرب على استقلاله شهدت سوق الأوراق المالية به انهيارا نتيجة هروب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب منه، و على إثر ذلك صدر مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 المتعلق بإنشاء بورصة للقيم المنقولة بالدار البيضاء. حيث ركز على الجانب التنظيمي و القانوني والتقني لهذه المؤسسة، إذ أدخل تعديلات عديدة منها توسيع الهيئات الإدارية و تقوية سلطة البورصة. و في 21 سبتمبر 1993 صدر المرسوم الملكي استجابة للمتطلبات الاقتصادية و الاستثمارية الجديدة تم بموجبه استحداث شركة مساهمة أوكلت إليها مهمة إدارة بورصة دار البيضاء للأوراق المالية. و بموجب هذا القانون أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقا منظما يتم فيه تداول القيم المنقولة.كما صدرت بعد ذلك عدة قوانين تهدف في مجملها إلى تطوير سوق الأوراق المالية بالمغرب ؛ منها القانون الصادر في جويلية 1994 المتعلق بإنشاء مجلس القيم المنقولة، كما تم في ماي 1996 توقيع تعاون بين بورصة الدار البيضاء، و بورصة باريس.[1]

2- شروط و متطلبات الإدراج:

أ- بالنسبة للأسهم:

يتم إدراج الشركات في بورصة الدار البيضاء وفق ثلاثة أسواق على النحو التالي:[2]

- **القسم الأول (السوق الرئيسي):**
  - **ü** أن يكون رأس المال مدفوعا بالكامل.
  - **ü** أن تطرح أسهم لا يقل مبلغها عن 75 مليون درهم.
  - **ü** أن تطرح أسهم لا يقل عددها عن 250000 سهم.
  - **ü** أن لا يقل رأس مال الشركة عن 50 مليون درهم.
  - **ü** أن تقدم قوائم مالية مصادق عليها للثلاث السنوات السابقة لطلب الإدراج في البورصة.

[1] http://www.casablanca-bourse.com/ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1 le 16/06/2013

[2] المملكة المغربية،قانون رقم 211-93-1 المؤرخ في 1993/09/21 المتعلق ببورصة القيم،المادة 14.

- **القسم الثاني (سوق التطوير):**

- أن يكون رأس المال مدفوعا بالكامل.
- أن تطرح أسهم لا يقل مبلغها عن 25 مليون درهم.
- أن تطرح أسهم لا يقل عددها عن 100000 سهم.
- أن تكون حققت خلال السنة المالية الأخيرة السابقة لطلب الإدراج رقم أعمال لا يقل عن 50 مليون درهم.
- ألا يقل رأس مال الشركة عن 50 مليون درهم.
- أن تقدم قوائم مالية مصادق عليها للسنتين الماليتين السابقة لطلب الإدراج في البورصة.

- **القسم الثالث (سوق النمو):**

- أن يكون رأس المال مدفوعا بالكامل.
- أن تطرح أسهم لا يقل مبلغها عن 10 مليون درهم.
- أن تطرح أسهم لا يقل عددها عن 30000 سهم.
- أن تكون حققت خلال السنة المالية الأخيرة السابقة لطلب الإدراج رقم أعمال لا يقل عن 50 مليون درهم.
- أن لا يقل رأس مال الشركة عن 50 مليون درهم.

ب- الشروط الخاصة بالسندات:

- أن تطرح سندات لا يقل مبلغها عن 20 مليون درهم.
- ألا تقل مدة استحقاق السند عن سنتين.
- أن تقدم قوائم مالية مصادق عليها للسنتين الماليتين السابقة لطلب الإدراج في البورصة.

3- نظام التداول:

يتم تداول الأوراق المالية المسجلة في بورصة الدار البيضاء انطلاقا من منصة NSC V 900 وهي عبارة عن نظام تداول إلكتروني تم تطويره من طرف ATOS Euronext. يمكن هذا النظام من النقل التلقائي لأوامر البورصة و إبرام الصفقات حسب قواعد خاصة بالسوق يتم تحديدها مسبقا.

كما أن التداول في بورصة الدار البيضاء يتم من خلال سوقين هما:

أ-السوق المركزي:

السوق المركزي هي سوق توجهها أوامر البيع و الشراء. ويتم تسعير ورقة مالية ما في هذه السوق وفق نظام التسعير المستمر أو الثابت، حسب سيولة تلك الورقة المالية.

ب- سوق الكتل:

يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة في جدول تسعيرة بورصة الدار البيضاء، بالتراضي المباشر.بشرط أن يتجاوز حجمها الحجم الأدنى للكتل حسب الشروط الخاصة بالأسعار، المنبثقة من السوق المركزي.ويتم تحديد الحجم الأدنى للكتل الخاص بكل ورقة مالية حسب تطور المعايير التالية، خلال الأشهر الثلاثة السابقة:[1]

- المعدل اليومي للأوراق المالية المتبادلة على السوق المركزي.
- السعر المتوسط المسجل في سوق الكتل و المركزي.
- متوسط الكمية المتبادلة على سوق الكتل.

ويتم تحديد الشروط الخاصة بالسعر كما يلي:[2]

- بالنسبة للأوراق المالية الخاضعة للتسعير الثابت، فتتم المعاملات بالكتل في حدود تغير سعري بـ ±1% عن آخر سعر تم تطبيقه.
- أما الأوراق المالية الخاضعة لنظام التسعير المستمر، فيتم تداولها بالسعر المرجح لسلم الأسعار، الذي يتم تحديده انطلاقا من السوق المركزي، وذلك في حدود التغير السعري المطبق في حصة للتداول.

تتولى بورصة الدار البيضاء مهمة تحديد أنظمة تسعير القيم المنقولة حسب المعايير التالية:[3]

- متوسط حجم الصفقات و عدد العقود المسجلة في حصة التداول.
- متوسط عدد الأوراق المالية قيد التسعير حصة التداول.
- وتيرة تداول القيمة.
- القيمة السوقية.

4- المقاصة والتسوية

يعتمد نظام إتمام الصفقات على تزامن تسليم الأوراق المالية مقابل الدفع نقدا. ويقترن هذا الشرط بمراعاة الأجل العادي لأية صفقة منعقدة في السوق وهو (T+3) أي المدة الزمنية الفاصلة بين تاريخ الصفقة وتاريخ إتمامها المحدد بثلاثة أيام تداول في البورصة من أسبوع العمل.[4]

[1] بورصة الدار البيضاء،إشعار رقم 195/08، المؤرخ في 2008/10/22،متعلق بطرق احتساب الحجم الأدنى للكتل

[2] بورصة الدار البيضاء،إشعار رقم 196/08، المؤرخ في 2008/10/17،متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكتل.

[3] بورصة الدار البيضاء،إشعار رقم 167/08، المؤرخ في 2008/10/24، متعلق بالمعايير المعتمدة للتسعير

[4] http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=143&Cat=23 ,19/12/2013

5- المؤسسات التابعة لبورصة الدار البيضاء:

أ- مجلس القيم المنقولة:

هو مؤسسة مستقلة ماليا تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق و تتلخص مهامها في ما يلي:[1]

- حماية الادخار المستثمر بالقيم المنقولة والسهر على حسن سير الأسواق.
- مؤازرة الحكومة في ممارسة صلاحياتها في مجال تقنين الأسواق.
- مراقبة والتأكد من صحة المعلومات المقدمة إلى سوق الأوراق المالية.

ب- هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب Maroc Clear:

تم إنشاء هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 جانفي 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني .و تتلخص مهمتها في:[2]

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.
- إدارة نظام التسوية و تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

ثالثا: سوق الأوراق المالية في الجزائر

1- نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر:

لقد مر إنشاء بورصة الجزائر بمجموعة من المراحل على النحو التالي:

أ-المرحلة التمهيدية:

في 09 ديسمبر 1990 قامت صناديق المساهمة بإمضاء العقد التأسيسي لدى الموثق تحت اسم "شركة القيم المنقولة SVM" وهي شركة ذات أسهم يقدر رأس مالها بمبلغ 32000000 دج دون التصريح بكلمة البورصة لأن في تلك الفترة لم يكن هناك أي نص قانوني ينظم نشاط البورصة.ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الرئيسي يتمثل في وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضات على القيم المنقولة في أفضل الشروط.

لكن بقيت هذه الشركة دون تشغيل وتأخرت في الانطلاق بالنظر إلى العوائق التنظيمية وضآلة رأس مالها،وكذا المشاكل الأخرى المرتبطة بضبط مهامها.ورغبة في رفع هذه العقبات تمّ في شهر فيفري 1992 اتخاذ قرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 932000000 دج،وكذا تعديل قوانينها الأساسية

---

[1] المملكة المغربية،قانون رقم 212-93-1،المؤرخ في 1993/09/21،المتعلق ب مجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها،المادة 01.

[2] المملكة المغربية،قانون رقم 35-96،المؤرخ في 1997/01/09،المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيد بعض القيم في الحسابات

وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها،من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المنقولة، ومن ذلك أخذت هذه الشركة رسميا اسم "بورصة القيم المنقولة".ولقد تمّ تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي في أواخر سنة 1992،أضف إلى ذلك أنه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28-05-1991 وهي كالتالي:[1]

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المتعلق بتحديد أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا ظروف إصدارها من طرف مؤسسات رؤوس الأموال.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق باللجنة البورصة.

ب- المرحلة الأولى:

أولى العمليات التي شهدتها البورصة قبل البدء في مهامها رسميا، هي تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25-04-1993 المكمّل للقانون التجاري،[1]حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها وكذا صدور عدة قوانين متعلقة ببورصة القيم المنقولة والتعريف بهذه البورصة ومنها:

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- المرسومين التنفيذيين رقم 94-175 ورقم 94-176 الصادرين في 31-06-1994 والمكملين والمعدلين للمرسوم التشريعي رقم 93-10 .

ج- المرحلة الثانية:

في هذه المرحلة تم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول،حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999،حيث تم تسعير سهم إرياض سطيف وبعد أسبوع تم تسعير أسهم صيدال أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر.وفيما يخص السندات فلقد تم تسعير سند سوناطراك في شهر أكتوبر 1999،.وكانت سوناطراك قد طرحت من قبل قرض سندي وذلك في بداية سنة 1998 بفائدة 13 %.

[1] تقية إلياس، عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، المدرسة العليا للتجارة 2004، ص 45.

[1] المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993.المعدل والمتمم للأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993

2- شروط ومتطلبات الإدراج:

لقد تم تحديد شروط قبول الأوراق المالية التي تطرحها الشركات في سوق الأوراق المالية بموجب النظام العام للجنة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997.على النحو التالي:[1]

أ- بالنسبة للأسهم:

- تقديم تقرير تقييمي لأصولها يعده خبير محاسب مستقل.
- يجب أن تكون شركة ذات أسهم.
- تقديم ملف قبول يشتمل على الوثائق القانونية الاقتصادية والمحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمة اللجنة رقم 98-01 المؤرخة في 30 أفريل 1998،والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول.
- يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول.
- يجب عليها أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة رقم 96-02 المؤرخ في جوان 1996،و المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار .
- يجب أن يكون للشركة رأس مال لا يقل عن مائة مليون دينار 500000000 دج.
- يجب أن توزع على الجمهور 20% من رأس مالها .
- يجب أن يكون لها 150 مساهم على الأقل،يوم إدخالها في البورصة.
- يجب أن تكون الشركة نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة .
- أن تكون حققت نتائج إيجابية للثلاث السنوات السابقة لطلب الإدراج في البورصة ؛

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيشترط ما يلي:

- يجب أن تكون شركة ذات أسهم.
- يجب أن توزع على الجمهور 10% من رأس مالها .
- يجب أن يكون لها 50 مساهم أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين على الأقل،يوم إدخالها في البورصة.
- أن تكون حققت نتائج إيجابية للسنتين السابقتين لطلب الإدراج في البورصة.

[1] Règlement COSOB n°12-01 du 18 Safar 1433 correspondant au 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 17 Rajab 1418 correspondant au 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières. (Paru au JORA n°41 du 15/07/2012)

ب- بالنسبة السندات:

- يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساوي على الأقل 500000000دج
- أن تقدم نتائجها المالية للثلاث السنوات السابقة لطلب الإدراج في البورصة.
- تعفى السندات التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية من شكليات القبول طبقا.

3- نظام التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر

يشرف على جلسات التداول ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة،حسب القواعد و الإجراءات التي تحددها الشركة ويجتمع كل المتداولين في قاعة للسوق إذ يتم تقديم جميع أوامر الشراء و البيع قبل جلسة التداول و للأوامر التي يعرضها المتداول لحساب زبائنه الأولوية على الأوامر التي يعرضها لحسابه الخاص .و هناك نظامان لتسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر بحسب النظام العام للجنة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر،[1]غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي، لم يستعمل إلا نظام التسعير الثابت le fixing الذي على أساسه تطبيق سعر توازني بحيث يسمح هذا السعر بما يلي:

- زيادة حجم التداول.
- تقليص الاختلال بين العرض والطلب.
- تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق آخر جلة تداول.

وقد تم تحديد حدود تغير الأسعار كما يلي:[2]

- بالنسبة للأسهم يكون التغير السعري في حدود ± 5% مع سعر إغلاق آخر جلة تداول.
- بالنسبة للسندات يكون التغير السعري في حدود ± 1% مع سعر إغلاق آخر جلة تداول.

4- المقاصة والتسوية:

يتم تسوية الصفقات المبرمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر نقدا.و هذا يعني أن المشتري عليه أن يدفع فورا المبالغ المطابقة لأمر الشراء الذي أبرمه وعلى البائع أن يودع القيم المطابقة لأمر البيع الذي أصدره، في هذه الحالة يجب أن يتأكد الوسيط في عمليات البورصة من أن مصدر الأمر تتوفر لديه القيم أو الأوامر لتغطية العملية التي يرغب في إنجازها.و يتم نقل ملكية الأوراق المالية بمجرد تنفيذ الأمر.

في حالة عدم تسليم الأوراق المالية في الآجال المحددة يصرح بعدم وفاء الوسيط في عمليات البورصة،ويجوز لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أن تقوم بإعادة شراء الأوراق المالية التي لم تسلم في السوق،و يتحمل الوسيط الذي لم يوف حينئذ تكلفة إعادة الشراء.

[1] النظام العام للجنة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المادة 80

[2] SGBV, DÉCISION N° 02/98 de le 22 mars 1998 ,relative les RÈGLES DE GESTION DES SÉANCES DE NÉGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS, **Article 37**

إذا لم تسمح ظروف السوق بإعادة شراء الأوراق المالية الواجب تسليمها فعلى الوسيط العاجز عن الوفاء أن يسوي وضعيته بالدفع نقدا، حسب الكيفيات التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

و في حالة عدم التسديد تشعر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة اللجنة التي تتخذ التدابير الضرورية لكي يسوي الوسيط العاجز عن الوفاء وضعيته.ويتم تسوية المعاملات في الآجال التالية:[1]

- T+3 أي بعد ثلاثة أيام عمل من تاريخ تداول الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات.
- T+1 بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

5- المؤسسات التابعة لسوق الأوراق المالية في الجزائر:

أ- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB :

تأسّست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993.وتعتبر هذه اللجنة أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة، إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية. وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء غير دائمين، وتتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصلاحيات واسعة تتيح لها السهر على حسن سير البورصة في الجزائر و تكمن في:[2]

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- قبول الأوراق المالية للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها.
- القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المدرجة في البورصة.
- التأكد من أن الشركات المدرجة في البورصة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية.
- تمارس اللجنة المهام تأديبية وتحكمية، فهي مؤهلة لدراسة أي نزاع كما يمكنها إصدار العقوبات.

ب- المؤتمن المركزي على السندات:

هو عبارة عن الهيئة الجديدة التي أنشأت بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في شكل شركة ذات أسهم تحمل اسم" Algérie Clearing"برأس مال اجتماعي قدره 240 مليون دينار جزائري موزعة بين مختلف المساهمين فيه.وتتمثل مهامه في:[3]

- حفظ وإدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر.
- الترقيم القانوني للسندات ونشر معلومات متعلقة بالسوق.

[1] http://www.sgbv.dz/system-RL.php le 24/12/2013.
[2] COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d`alger , collection guides plus , 96 , p 07
[3] LE dépositaire central des titres , BULLETIN de COSOB , N0 04 , JUILLET 2003 , page 06

المبحث الثالث: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة [2003-2012]

يمكن تقييم أداء سوق الأوراق المالية في دول عينة الدراسة من خلال تحليل أداء كل من الأسواق الأولية وأسواق التداول في تلك الدول.فبالنسبة للسوق الأولي فيمكن تحليل أدائه وفق مجموعة من المؤشرات أهمها؛ نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمار، نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الودائع المصرفية.أما سوق التداول فيمكن تحليل أدائه بالاعتماد على مؤشرات حجم سوق الأوراق المالية وكذا مؤشرات سيولته.

المطلب الأول: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية خلال الفترة [2003-2012]

لقد شهدت الأسواق المالية الخليجية تفاوتا ملحوظا في أدائها خلال فترة الدراسة سواء على مستوى سوق الإصدارات الجديدة أو سوق التداول، وهذا ما سنتناوله على النحو التالي:

أولا: تقييم سوق الإصدار في أسواق الأوراق المالية الخليجية

حتى يتسنى لنا تقييم مدى مساهمة السوق الأولي في عملية التنمية الاقتصادية في الدول الخليجية يمكن الاعتماد على المؤشرات التالية:

1- نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

يتضح لنا من لجدول (3-7) أن نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي في السعودية كانت متدنية جدا.فبعد أن كانت 1.89% في عام 2003،انخفضت لتصل إلى نحو 0.53 % في عام 2005.كما أن أعلى نسبة وصلت إليها هي 3.95% في عام 2008 لكن سرعان ما انخفضت إلى 1.79% عام 2012.مما يبين ضعف حجم سوق الإصدار وتواضع الأدوات المالية المطروحة فيه.

أما في قطر فقد كان أداء سوق الإصدار بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي ضعيف جدا وهذا ما نلاحظه من خلال الجدول فبعد أن كانت هذه النسبة تقدر بـــ 6.5 % في عام 2003 تراجعت لتصل نحو 3.49 % في عام 2007،إلا أنها شهدت ارتفاعا طفيفا في عام 2008 قدر بـــ 4.62 % في عام 2008، بمعدل نمو سنوي قدر بـــ 32.55 %.لكن هذه النسبة انخفضت لتصل أدنى مستوياتها في عام 2010 حين بلغت 0.01 % .وتجدر بنا الإشارة إلى متوسط نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة المدروسة كان متدني وقدر بـــ 3.27 %.أي أن السوق الأولية في قطر تشبه سوق الأسهم السعودي.

وبالنسبة للبحرين فنجد أن سوق الإصدار في بورصة البحرين إذا ما قورن بنظيريه في كل من قطر والسعودية أنه كان أفضل منهما، إذ أنه في عام 2003 بلغت نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي نحو 14.55 % .وعلى الرغم من ذلك يبقى سوق الإصدارات الأولية ضعيفا، لأننا نلاحظ أن

هذه النسبة بدأت في الانخفاض منذ عام 2004 حتى بلغت 1.53 % في عام 2012 بمعدل انخفاض قدر بـــ 89.48 %.

2- نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمار:

إن مساهمة سوق الإصدارات الأولية السعودية في تمويل الاستثمارات مازال ضعيفا وهذا ما نلمسه من خلال بيانات الجدول (3-7)، فبعد أن كان يساهم بـــ 10.29% في عام 2003،انخفضت نسبة هذه المساهمة إلى 7.38 % عام 2012،حيث بلغ معدل الانخفاض حوالي 27.28 %.

وفي قطر نلاحظ تراجع الأهمية النسبية لسوق الإصدار في تمويل الاستثمارات، فمن 21.51 % في عام 2003 تدنت هذه النسبة لتصل إلى 5.54 % في عام 2012.

أما في البحرين فنجد أن هذه النسبة كانت مرتفعة في عام 2003 غير أنها بدأت في التراجع إلى أن وصلت في عام 2012 نحو 7.19 %.في حين بلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة نحو 31.66 % .

من خلال ما سبق يتضح لنا أن عدد كبير من الاستثمارات في الدول الثلاث يتم الاعتماد في تمويلها على مصادر خارج سوق الأوراق المالية.

3- نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الودائع المصرفية:

إن من أهم الأدوات التي يمكن استخدامها في زيادة عمق سوق الأوراق المالية، نجد الودائع المصرفية باعتبارها أوعية ادخارية مهمة يمكن توظيفها في سوق الأوراق المالية.

وعلى الرغم من ذلك نلاحظ أن متوسط نسبة إجمالي الأوراق المالية المصدرة إلى إجمالي الودائع المصرفية في السعودية خلال الفترة المدروسة مازال ضعيفا حيث يقدر بحوالي 3.62 %، أما في قطر فبلغ نحو 5.96 %،في حين يقدر بالبحرين نحو 8.87 %. وهذا ما يدل على أن هناك مدخرات لدى البنوك غير مستثمرة عن طريق سوق الأوراق المالية.

الجدول (3-7): تطور مؤشرات سوق الإصدار في دول الخليج خلال الفترة [2003-2012]

الوحدة: مليون عملة وطنية*

البيان	الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الإصدار الإجمالي	السعودية	15240	9135	6279,75	20650	35600	70560	30860	30373,20	21776,90	43600
	قطر	5570	1939,89	7800	10823,94	10102,16	19361,01	10830,43	51,91	13227,18	11200,00
	البحرين	533,08	467,96	534,84	633,14	640,05	543,28	220,84	349,54	402	160
الناتج المحلى الإجمالي	السعودية	804648	938771	1182510	1335580	1442570	1786140	1412590	1690470	2163090	2440440
	قطر	85663	115512	162051	221382	289551	418672	355204	463490	632801	712086
	البحرين	3665	4224	5061	5960	6946	8329	7253	8431	9819	10452
الإجمالي الاستثمار	السعودية	148098	185872	237691	288680	368687	444499	414452	483921	568793	591128
	قطر	25892	34812	51888	69391	106423,00	157865	140812	154008	183512,29	202138,30
	البحرين	731,30	1023,70	1163,30	1539,80	1832,30	2726,10	1931,60	2518,10	1706,40	2225,90
الإجمالي الودائع	السعودية	356310	435387	489386,80	591260	717564	846119	940548	984850	1103634	1260608
	قطر	52310,70	58748,60	84631,20	119304	162841	198050	224840	277107	343777	417337
	البحرين	3077,60	3341,80	3929,70	4513,00	6234	7661	8038	9066	9569	9948,20
نسبة الإصدار إلى الناتج المحلى الإجمالي%	السعودية	1,89	0,97	0,53	1,55	2,47	3,95	2,18	1,80	1,01	1,79
	قطر	6,50	1,68	4,81	4,89	3,49	4,62	3,05	0,01	2,09	1,57
	البحرين	14,55	11,08	10,57	10,62	9,21	6,52	3,04	4,15	4,10	1,53
نسبة الإصدار إلى الاستثمار الإجمالى %	السعودية	10,29	4,91	2,64	7,15	9,66	15,87	7,45	6,28	3,83	7,38
	قطر	21,51	5,57	15,03	15,60	9,49	12,26	7,69	0,03	7,21	5,54
	البحرين	72,89	45,71	45,98	41,12	34,93	19,93	11,43	13,88	23,57	7,19
نسبة الإصدار إلى إجمالي الودائع %	السعودية	4,28	2,10	1,28	3,49	4,96	8,34	3,28	3,08	1,97	3,46
	قطر	10,65	3,30	9,22	9,07	6,20	9,78	4,82	0,02	3,85	2,68
	البحرين	17,32	14,00	13,61	14,03	10,27	7,09	2,75	3,86	4,20	1,61

* – الريال السعودي
– لريال القطري
– الدينار البحريني

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد للأعوام 2005، 2007، 2009، 2011،2012.ص 245،365،345، 364، 402. على التوالي.
2- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي التقرير 49 لعام 2013 ص 47،53.
3- هيئة سوق المال التقرير السنوي (2011.ص 26) (2010.ص 28) (2009.ص 28) (2008.ص 26) (2007.ص26) (2006.ص34)
4- السوق المالية السعودية (تداول)، الاكتتابات الجديدة http://www.tadawul.com.sa تاريخ الاطلاع 2014/01/24
5- السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي ،2003،ص 07.
6- مصرف قطر المركزي، النشرة الإحصائية الفصلية، العدد 4 ديسمبر2012،ص 11.
7- سوق الدوحة للأوراق المالية، الاكتتابات الجديدة تاريخ الاطلاع 2014/01/20
8- بورصة البحرين، التقرير السنوي، 2003،2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009، 2010، ص 11، 12، 13، 15، 18، 10، 8، 8. على التوالي.
9- مصرف البحرين المركزي، التقرير الاقتصادي،2007، 2009، ص 48،67 على التوالي. النشرة الإحصائية – ديسمبر 2012، ص 67،68.
10- International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013
11- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December

ثانيا:تقييم سوق التداول في أسواق الأوراق المالية الخليجية

بهدف معرفة أداء سوق التداول يمكن النظر إلى المؤشرات التالية:

1- مؤشرات حجم السوق:

أ- نسبة القيمة السوقية:

يتبين لنا من الجدول (3-8) أن هناك نموا متزايدا في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في سوق الأوراق المالية بالسعودية.فبعد أن كانت 73.32 % في عام 2003، ارتفعت لتصل إلى 134.92 % في عام 2007، .بمعدل نمو يقدر بـــ 84 %، غير أن هذه النسبة بدأت في التراجع والتذبذب بعد هذا العام حتى بلغت 52.51 % في عام 2012، .بمعدل انخفاض 61 % تقريبا عن عام 2007.

أما في قطر فقد حقق سوق الدوحة للأوراق المالية خلال عام 2003 نسبة جيدة في القيمة الســـوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث قدرت بـــ 113.49% واستمرت في الارتفاع لتبلغ نحو 195.74% عام 2005 غير أن هذه النسبة بدأت بالتراجع في عام 2006 حتى وصلت نحو 64.58% عام 2012.بمعدل انخفـــاض قدر بـــ 67 %.

كما شهد نشاط سوق البحرين للأوراق المالية في عام 2003 نموا متزايدا مدفوعا بالمؤشرات الإيجابية التي شهدتها اقتصاديات دول الخليج،التي سجلت ارتفاعا في العائدات النفطية مما ساهم في زيـــادة الإنفـــاق العام،الذي كان له الأثر الواضح في توجيه مزيد من السيولة نحو الاستثمار في الأوراق المالية،وتجلى ذلك في تحسن مستوى نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلـــي الإجمـــالي،التي بلغـــت في عـــام 2003 نحـــو 99.80%.وارتفعت لتصل إلى أعلى مستوياتها في عام 2007 نحو 146.63%،بمعدل نمو يقدر بـــ 47%.غير أن هذا النمو المتزايد سرعان ما تأثر بتداعيات الأزمة المالية 2008 على الأسواق المالية؛ التي أثرت ســـلبا على بورصة البحرين،فانخفضت هذه النسبة في عام 2008 لتبلغ 9.03%.بمعدل انخفاض 94% تقريبا.لكن ومع التدابير التي تم اتخاذها لتفادي الآثار السلبية للأزمة، عادت هذه النسبة للارتفاع حتى وصـــلت في عام 2012 نحو 56.03%.

ب- عدد الشركات المدرجة:

لقد عملت هيئة السوق المالي السعودي منذ إنشائها على توسيع قاعدة السوق المالي عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، إذ نلاحظ من خلال الجدول (3-8) الاتجاه التصاعدي لإجمالي عدد الشركات المقيدة خلال الفترة [2003– 2012]، إذ ارتفع عددها من 70 شركة مدرجة في عام 2003 إلى 158 شركة في عام 2012. .بمعدل نمو يقدر بـــ 126 %.

وفي قطر ارتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر من 28 شركة في عام 2003 إلى 44 شركة في عام 2009، بمعدل نمو 57.14% وهذا ما يعكس الجهود المستمرة لتحسين أداء السوق، غير أن عددها انخفض ليصل إلى 42 شركة في عام 2012.

أما في البحرين فقد تواصلت جهود تطوير بورصتها للأوراق المالية ،بغرض تحقيق أهدافه الإستراتيجية المتمثلة في تمويل الاقتصاد الوطني،وتجلى ذلك بإدراج المزيد من الشركات في البورصة.فبعد أن كان عددها 44 شركة في عام 2003، ارتفع عددها ليصل إلى 51 شركة في عام 2008، بمعدل نمو 15.90%.لكنه بدأ ينخفض في عام 2009 إلى أن وصل عددها 47 شركة في عام 2012.

2- مؤشرات سيولة السوق:

أ- نسبة التداول:

يتبين لنا من الجدول (3-8) أن هناك نموا متزايدا في نسبة قيمة التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي في السعودية.فبعد أن كانت 74.13% في عام 2003، ارتفعت لتصل إلى 177.30% في عام 2007، بمعدل نمو يقدر بـ 139 %، وهذا ما يعكس مستوى السيولة الكبير الذي تتمتع به سوق الأسهم السعودي. غير أن هذه النسبة بدأت في التراجع بعد هذا العام متأثرة بتداعيات الأزمة المالية 2008 على الأسواق المالية حين بلغت 109.90 % في عام 2008 بمعدل انخفاض يقدر بـ 38 % واستمرت في الانخفاض إلى أن وصلت 72.35 % في عام 2012 .وهذا ما يعكس ظاهرة شح السيولة التي لازمت السوق.

ومن جانب آخر شهدت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2003 – 2007 نموا متزايدا .فقد ارتفعت نسبة قيمة التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي من 13.68% في عام 2003 إلى 41.93% في عام 2008،بمعدل نمو يقدر بـ 206%،لكن تسببت تداعيات الأزمة المالية التي عصفت بأسواق المال العالمية والتي انطلقت شرارتها مع بدء أزمة ديون الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في إحداث ضغوط كبيرة على بورصة البحرين مما تسبب في خسارة مؤشراتها لما حققته من مكاسب خلال السنوات الماضية وتجلى ذلك في انخفاض نسبة هذه النسبة في عام 2009 إلى 25.95%،وعلى الرغم من التدابير المتخذة للحد من تداعيات تلك الأزمة إلا أن هذه النسبة واصلت انخفاضها لتبلغ 9.92% في عام 2012.

وفي البحرين حقق سوق البحرين للأوراق المالية أداء جيدا في مؤشرات حجم التداول خلال الفترة 2003 – 2008 .حيث ارتفعت نسبة قيمة التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي من 2.68% في عام 2003 إلى 9.45 % عام 2008.بمعدل نمو قدر بـ 252%. وعلى الرغم من الأداء الايجابي الذي بدا

على حركة التداول في السوق طوال النصف الأول من العام2008 ، إلا أن تداعيات الأزمة المالية التي اجتاحت معظم البورصات وأسواق المال في العالم أثّرت بشكل واضح على أداء السوق خلال النصف الثاني من هذا العام، وأدت إلى انخفاضه كباقي مؤشرات الأسواق والبورصات الخليجية وتجلى ذلك في انخفاض نسبة قيمة التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي في عام 2009 حين بلغت 2.46%، بمعدل انخفاض 74% تقريبا، لتستمر في الانخفاض إلى 1.05% في عام 2012.غير أن متوسط هذه النسبة خلال الفترة 2003 – 2012 كان ضعيفا إذ قدر بـ 4.20% وهذا ما يفسر ضعف سيولة سوق البحرين للأوراق المالية.

ب- معدل الدوران:

يعتبر معدل من أفضل المؤشرات الدالة على مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية ويتمثل في قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على القيمة السوقية للأسهم ويظهر لنا الجدول(3-8) معدل دوران الأسهم في سوق الأسهم السعودي أخذ نفس منحى نسبة التداول فبعد أن كان يقدر بـ 101 % في عام 2003 ارتفع ليصل 429 % في عام 2006 وذلك بمعدل نمو مرتفع يقدر بـ 325 %. غير أنه بدأ في التراجع مع نهاية عام 2007 إلى أن وصل إلى أدنى مستوياته في عام 2010، حين بلغ 57 % بمعدل انخفاض يقدر بـ 87 %.

أما في قطر فقد كان نفس الشيء إذ نلاحظ نموا في معدل الدوران خلال الفترة 2003-2008. فقد وصل إلى 63% في عام 2008 مقارنة بـ 12% عام 2003.غير أن هذا النمو بدأ بالتراجع في عام 2009 حين بلغ 29%، واستمر في الانخفاض حتى وصل 15% عام 2012.

وفي المقابل كان معدل الدوران في بورصة البحرين خلال الفترة 2003-2008 ضعيفا فقد كان متوسطه نحو 13.33% وهذا راجع إلى انخفاض أحجام التداول .فبعد أن كان يقدر بـ 3% في عام 2003، نما ليصل إلى 105% في عام 2008 وهي أعلى نسبة وصل إليها خلال الفترة. لكنه تراجع بفعل تداعيات الأزمة وبلغ 3% في عام 2009 بمعدل انخفاض قدر بـ 97.22%.، وواصل انخفاضه حين وصل 2% عام 2012، خاصة مع انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق.

الجدول (3-8): تطور مؤشرات سوق التداول في أسواق الأوراق المالية الخليجية خلال الفترة [2003-2012]

الوحدة: مليون عملة وطنية*

البيان	الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
القيمة السوقية	السعودية	589930	1148600	2438200	1225860	1946350	924530	1195510	1325390	1270840	1281501,09
	قطر	97222,40	147190,72	317201,70	221730	347695	279038	320081	450203	457352	459884
	البحرين	3657,57	5094,47	6528,69	7963,10	10185,10	752	6131	7563	6254	5856
قيمة التداول	السعودية	596510,04	1773859,05	4138695,67	5261851,35	2557712,53	1962945,58	1264011,29	759184,48	1098836,03	1765585,18
	قطر	11722,41	23094,57	102842,68	74936,80	108929,50	175552,40	92164,50	67185,29	86419,42	70673,87
	البحرين	98,35	174,57	267,37	522,90	403,10	787,40	178,40	108,41	104,97	110,24
عدد الشركات المدرجة	السعودية	70	73	77	86	111	126	135	146	150	158
	قطر	28	30	32	36	40	43	44	43	42	42
	البحرين	28	30	32	36	40	43	44	43	42	42
معدل الدوران %	السعودية	101	154	170	429	131	212	106	57	86	138
	قطر	12	16	32	338	31	63	29	15	19	15
	البحرين	3	3	4	7	4	105	3	1	2	2
نسبة القيمة السوقية %	السعودية	73,32	122,35	206,19	91,78	134,92	51,76	84,63	78,40	58,75	52,51
	قطر	113,49	127,42	195,74	100, 16	120,08	66,65	90,11	97,13	72,27	64,58
	البحرين	99,80	120,61	129,00	133,61	146,63	9,03	84,53	89,70	63,69	56,03
نسبة التداول %	السعودية	74,13	188,96	349,99	393,98	177,30	109,90	89,48	44,91	50,80	72,35
	قطر	13,68	19,99	63,46	33,85	37,62	41,93	25,95	14,50	13,66	9,92
	البحرين	2,68	4,13	5,28	8,77	5,80	9,45	2,46	1,29	1,07	1,05

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2004،2007،2009،2011،2012.

2- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الأول 2006.

* – الريال السعودي

– لريال القطري

– الدينار البحريني

المطلب الثاني: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا خلال الفترة [2003– 2012]

تميزت أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا بأداء متذبذب سواء على مستوى سوق الإصدارات الجديدة أو سوق التداول ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

أولا: تقييم سوق الإصدار في أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

حتى يتسنى لنا تقييم مدى مساهمة السوق الأولي في عملية التنمية الاقتصادية في السعودية يمكن الاعتماد على المؤشرات التالية:

1- نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

يتضح لنا من الجدول (3-9) أن نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر كانت متدنية جدا حيث بلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة المدروسة نحو 7.08%.وذلك رغم النمو الذي شهدته في عام 2007 حين بلغت 13.12% مقارنة بـــ 4.29% في عام 2003 أي بزيادة قدرها 206% .غير أنها انخفضت لتصل في عام 2012 نحو 2.42%.بمعدل انخفاض يقدر بـــ 81.56%.

أما في المغرب فقد كان الاتجاه العام لعملية الإصدار الأولي تصاعديا خلال الفترة المدروسة وهذا ما انعكس على تحسن في نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي، فبعد أن كانت 1.58% في عام 2003 نمت لتصل إلى 9.39% عام 2012، بزيادة تقدر بـــ 493%.غير أن المتوسط العام لهذه النسبة قدر بـــ 5.38%.وهذا ما يؤكد ضعف السوق الأولية.

في المقابل تعد سوق الإصدارات الأولية بالجزائر ضعيفة جدا وتركزت أساسا في إصدار سندات المديونية التي طرحتها شركات غالبيتها من القطاع العام،ويظهر ذلك جليا من خلال نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي،فقد بلغ متوسط النسبة خلال فترة الدراسة نحو 0.32%.مع الإشارة إلى أن أعلى نسبة حققتها كانت في عام 2005 إذ قدرت بـــ 0.83%. في حين أنه في عامي 2011 و2012 لم تكن هناك أي إصدارات.

2- نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمار:

يؤدي سوق الإصدارات الأولية في مصر دورا مقبولا في تمويل الاستثمارات،وهذا ما نلاحظه من خلال بيانات الجدول (3- 9) فبعد أن كان يساهم بـــ 26.28% في عام 200، ارتفعت نسبة هذه المساهمة إلى 62.91 % عام 2007 .بمعدل نمو يقدر بـــ 139% تقريبا،لكن هذا النمو تراجع بعد هذا العام حتى بلغت هذه النسبة حوالي 15.48% في عام 2012.

وفي المغرب لم يكن أداء سوق الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمار جيدا، فقد بلغ متوسط هذه النسبة خلال الفترة نحو 17.65%. وكانت هذه النسبة متذبذبة فأعلى نسبة حققتها هي 30.73% وذلك في عام 2011.أما أدنى مستوى لها فكان في عام 2003 حين قدرت بـــ 6.30%.

بينما في الجزائر نجد أن الأهمية النسبية لسوق الإصدارات في تمويل الاستثمارات مازالت ضعيفة؛ فبعد أن كانت 0.59% في عام 2003، ارتفعت لتصل نحو 3.71% عام 2005،غير أنها انخفضت لتصل إلى أدنى مستوياتها في عام 2010 حيث بلغت 0.08%.

من خلال ما سبق يتضح لنا أن عدد كبير من الاستثمارات في الدول الثلاث يتم الاعتماد في تمويلها على مصادر خارج سوق الأوراق المالية.

3- نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الودائع المصرفية:

رغم الأهمية التي تكتسيها الودائع المصرفية باعتبارها من أهم الأدوات التي يمكن استخدامها في زيادة عمق سوق الأوراق المالية من خلال توظيفها في سوق الأوراق المالية.إلا أنه من خلال الجدول (3- 9) نلاحظ أن متوسط نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الودائع المصرفية في مصر خلال الفترة المدروسة مازال ضعيفا حيث يقدر بحوالي 8.58 % . أما في المغرب فيقدر بـــ 6.43 %، وفي الجزائر يقدر بـــ 0.71%. وكلها نسب ضعيفة، توضح أن هناك مدخرات كبيرة لدى بنوك الدول الثلاث غير موظفة في شكل أوراق مالية من خلال سوق الإصدار.

الجدول (3-9): تطور مؤشرات سوق الإصدار في دول شمال إفريقيا خلال الفترة [2003-2012]

الوحدة: مليون عملة وطنية*

البيان	الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الإصدار الإجمالي	مصر	17900	19400	31500	43800	97700	99600	71500	154300	44600	38100
	المغرب	7548	12089	12231	10700	26486	52685	41088	71146,50	75721,70	77744,50
	الجزائر	7480	51290	62720	44890	7800	44300	31000	3434	0	0
الناتج المحلى الإجمالي	مصر	417500	485300	538500	617700	744800	895500	1042200	1206600	1371100	1575546
	المغرب	477021	505015	527679	577344	616254	688843	732449	764031	802607	828169
	الجزائر	5252300	6150300	7563600	8520600	9306200	11089990	10034220	12049400	13864860	15373310
إجمالي الاستثمار	مصر	68100	79600	96500	115700	155300	199500	197100	224400	231900	246100
	المغرب	119802	132719	145256	162456	192573	227465	226177	234407	246394	259680
	الجزائر	1265164,50	1476902,60	1691640,30	1969457,90	2462124,40	3228343,20	3811419,10	4350922,30	4620114,90	4978102,40
إجمالي الودائع	مصر	403144	461697	519649	568841	649953	747199	809694	892492	957037	1023517
	المغرب	293898	317093	363206	423948	500349	559219	673270	716500	762797	687687
	الجزائر	2494600	2771900	3043700	3665200	4522800	5337600	5232700	5768700	6702700	6843000
نسبة الإصدار إلى الناتج المحلي الإجمالي %	مصر	4,29	4,00	5,85	7,09	13,12	11,12	6,86	12,79	3,25	2,42
	المغرب	1,58	2,39	2,32	1,85	4,30	7,65	5,61	9,31	9,43	9,39
	الجزائر	0,14	0,83	0,83	0,53	0,08	0,40	0,31	0,03	لايوجد	لايوجد
نسبة الإصدار إلى الاستثمار الإجمالي %	مصر	26,28	24,37	32,64	37,86	62,91	49,92	36,28	68,76	19,23	15,48
	المغرب	6,30	9,11	8,42	6,59	13,75	23,16	18,17	30,35	30,73	29,94
	الجزائر	0,59	3,47	3,71	2,28	0,32	1,37	0,81	0,08	لايوجد	لايوجد
نسبة الإصدار إلى إجمالى الودائع %	مصر	4,44	4,20	6,06	7,70	15,03	13,33	8,83	17,29	4,66	3,72
	المغرب	2,57	3,81	3,37	2,52	5,29	9,42	6,10	9,93	9,93	11,31
	الجزائر	0,30	1,85	2,06	1,22	0,17	0,83	0,59	0,06	لايوجد	لايوجد

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد للأعوام 2005، 2007، 2009، 2011،2012.ص 245،365،345، 364، 402. على التوالي.
2- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2002 / 2003)، (2003/ 2004)، (2004 / 2005)،(2005 / 2006)، (2006 / 2007)، (2007 / 2008)،(2009 / 2010)، (2010 / 2011)، (2011 / 2012)ص 90، 83، 94، 89، 85، 87، 86، 96، 99 على التوالي.
3- بنك الجزائر،النشرة الإحصائية الثلاثية رقم 21، مارس 2013، ص 9، 13.
4- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2005، 2006، 2007،2008،2009،2010 ص 24،21،23، 20، 29، 32، 42. على التوالي.
5- مجلس القيم المنقولة، التقرير السنوي 2005، 2007، 2012، ص 42، 20، 28 على التوالي.
6- International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013
7- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013
8- BANK AL-MAGHRIB, STATISTIQUES MONETAIRES, December, 2012, p 11,30

*- الجنيه المصري
- الدينار الجزائري
- الدرهم المغربي

ثانيا: تقييم سوق التداول في أسواق الأوراق المالية في دول شمال إفريقيا

بهدف معرفة أداء سوق التداول يمكن النظر إلى المؤشرات التالية:

1- مؤشرات حجم السوق:

أ- نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

يتبين لنا من الجدول (3-10) أن سوق الأوراق المالية بمصر حقق أداء حسنا فيما يتعلق بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.فبعد أن كانت 41.18 % في عام 2003، ارتفعت لتصل إلى 103.15 % في عام 2007، بمعدل نمو يقدر بـــ 150 %، لكنها تراجعت بعد هذا العام حتى بلغت 23.85 % في عام 2012، بمعدل انخفاض 77 % تقريبا عن عام 2007.وهذا بفعل العديد من العوامل كان أولها الآثار السلبية للأزمة المالية 2008،ثم انخفاض عدد الشركات المدرجة،و بفعل الأحداث السياسية.

وفي المغرب شهدت بورصة الدار البيضاء نموا متزايدا في هذه النسبة خلال الفترة 2003- 2007 فبعد أن قدرت بـــ 24.21% عام 2003 ارتفعت لتبلغ نحو 95.14% عام 2007 بمعدل نمـــو يقـــدر بـــــ 293% تقريبا،إلا أنها انخفضت في عام 2008 بفعل تداعيات الأزمة إذ بلغت نحو 77.19%.بمعدل انخفاض يقدر بـــ 19% تقريبا.

أما في الجزائر فتعد بورصة الجزائر من أصغر البورصات العربية من حيث نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي،فطوال الفترة المدروسة لم يتعد نسبة مساهمتها في الاقتصاد 1%.ويتجلى لنا ذلـــك مـــن خلال متوسط هذه النسبة حين بلغ نحو 0.1%.وهذا ما يعكس ظاهرة العزوف عـــن الاســـتفادة مـــن خدمات سوق الأوراق المالية في الجزائر.

ب- عدد الشركات المدرجة:

لقد سعت الهيئة العامة لسوق المال في مصر إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي جعله من أكبر الأسواق المالية العربية وهذا ما نلاحظه من خلال الجدول (3-10).حيث وصل عدد الشركات المدرجة في نهاية عام 2003 إلى 967 شركة غير أن هذا العدد بدأ بالانخفاض منذ عام 2004 حتى وصل إلى 213 شركة مدرجة في 2012، بمعدل انخفاض 78% تقريبا.

أما فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء فقد ارتفع من 52 شركة مدرجة في عام 2003 إلى 77 شركة عام 2012.بمعدل نمو يقدر بـــ 48% تقريبا.

وإذ ما أتينا لدراسة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر فنجد أن هذا المؤشر ضعيف جدا حيث أن هناك فقط ثلاث شركات مدرجة في السوق،وهذه الوضعية لا تسمح بتنمية نسبة القيمة السوقية واستقطاب المستثمرين.

2- مؤشرات سيولة السوق:

أ- نسبة قيمة التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي:

تظهر لنا بيانات الجدول (3-10) أن النسبة المحققة في قيمة التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي لم تكن بنفس الأداء الذي حققته نسبة القيمة السوقية في البورصة المصرية، وهذا ما يعكس مشكل نقص السيولة الذي عانت منه خلال بعض السنوات ففي عام 2003 قدرت نسبة التداول بـــ 6.32% وهو مستوى ضعيف غير أن هذه النسبة ارتفعت لتصل 53.23% عام 2008.لكن بعد هذا العام شهدت هبوطا حادا إلى أن بلغت في عام 2012 نحو 2.95%،بمعدل انخفاض يقدر بـــ 94.5% تقريب، متأثرة بالأزمة المالية ثم بالأزمة السياسة التي شهدتها.

وفي المغرب تعاني بورصة الدار البيضاء من نفس الإشكال فيما يتعلق بانحسار مستوى السيولة في السوق حيث بلغت نسبة التداول فيه نحو 6.78% عام 2003، وبلغت ذروتها في عام 2007 بـــ 28.37%، لكنها تراجعت بشكل حاد لتبلغ نحو 3.03% عام 2012.بمعدل هبوط يقدر بـــ 94.45% تقريبا.

أما إذا أتينا لتحليل مؤشرات السيولة في بورصة الجزائر نجد أنها ضئيلة جدا، إذ نجد أن هناك انخفاض حاد في مؤشر نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي وهذا ما يعكس ضعف مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني فقد كان متوسط هذه النسبة نحو 0.0003%.

ب- معدل الدوران:

نلاحظ من الجدول (3-10) أن معدل دوران الأسهم في البورصة المصرية أخذ نفس الاتجاه مع نسبة التداول، فبعد أن كان يقدر بـــ 15 % في عام 2003 ارتفع ليصل 101 % في عام 2008، وذلك بمعدل نمو مرتفع يقدر بـــ 556 %. غير أنه بدأ في التراجع مع نهاية العام إلى أن وصل إلى أدنى مستوياته في عام 2012 حين بلغ 12 %. بمعدل انخفاض يقدر بـــ 88 %. وهذا بفعل تراجع قيمة التداولات للعديد من العوامل منها تداعيات الأزمة المالية والأزمة السياسية التي أدت إلى العزوف عن الاستثمار.

أما في المغرب كان معدل الدوران في بورصة البيضاء ضعيفا إذ قدر متوسطه بـــ 17.22% وهذا راجع إلى انخفاض أحجام التداول .فبعد أن كان يقدر بـــ 28% في عام 2003 نما ليصل إلى 30% في عـــام 2008 وهي أعلى نسبة وصل إليها خلال الفترة. لكنه تراجع بفعل تداعيات الأزمة وبلغ 6% في عـــام 2012 بمعدل انخفاض قدر بـــ 81%.

وفي المقابل كان متوسط معدل الدوران جد ضعيف في بورصة الجزائر خلال الفترة بنسبة 0.31%، نظرا لانخفاض أحجام التداول فيها وقلة أيام التداول، بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها.

الجدول (3-10): تطور مؤشرات سوق التداول في أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا خلال الفترة [2003-2012]

الوحدة: مليون عملة وطنية*

البيان	الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
القيمة السوقية	مصر	171922	233887	377725,69	533986	768276	473738	499613	488209	293615	375822
	المغرب	115507,18	206517,40	228888	417092	586328	531750	586328	579020	516222,30	445268
	الجزائر	10360	10100	10400	6710	6460	6500	6550	7900	14967,74	13028,72
قيمة التداول	مصر	26366,52	42334,10	120384,00	280788	363355	476653	449457	97279	54422	46465
	المغرب	32340,85	22644,51	34868	78914,70	174841,70	108299,60	129271	75414	42285	25108
	الجزائر	8,43	17,26	4,19	23,76	14,22	20,39	13,78	11,99	185,12	36,04
عدد الشركات المدرجة	مصر	967	792	744	603	435	373	306	212	214	213
	المغرب	52	53	54	63	73	77	73	75	76	77
	الجزائر	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2
معدل الدوران %	مصر	15	18	32	53	47	101	90	20	19	12
	المغرب	28	11	15	19	30	20	22	13	8	6
	الجزائر	0,1	0,2	0,03	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	1,2	0,3
نسبة القيمة السوقية %	مصر	41,18	48,19	70,14	86,45	103,15	52,90	47,94	40,46	21,41	23,85
	المغرب	24,21	40,89	43,38	72,24	95,14	77,19	80,05	75,78	64,32	53,77
	الجزائر	0,20	0,16	0,14	0,08	0,07	0,06	0,07	0,07	0,11	0,08
نسبة التداول %	مصر	6,32	8,72	22,36	45,46	48,79	53,23	43,13	8,06	3,97	2,95
	المغرب	6,78	4,48	6,61%	13,67	28,37	15,72	17,65	9,87	5,27	3,03
	الجزائر	0,0002	0,0003	0,0001	0,0003	0,0002	0,0002	0,0001	0,0001	0,0013	0,0002

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2004،2007،2009،2011،2012.

2- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الأول 2006.

*- الجنيه المصري

- الدينار الجزائري

- الدرهم المغربي

المطلب الثالث: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية في دول الشام خلال الفترة [2003– 2012]

قصد الإحاطة بأداء أسواق الأوراق المالية في دول الشام يمكن الاستناد إلى مجموعة من المؤشرات على النحو التالي:

أولا: تقييم سوق الإصدار في أسواق الأوراق المالية في دول الشام

حتى يتسنى لنا تقييم سوق الإصدار في دول الشام يمكن الاعتماد على المؤشرات التالية:

1- نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

نلاحظ من خلال الجدول (3-11) أن نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأردن قد ارتفعت من 10.94% في عام 2003 إلى نحو 31.12% عام 2006 .بمعدل نمو 185% تقريبا.إذ قفزت قيمة الإصدارات من 790.52 مليون دينار أردني في 2003 إلى 3322.59 مليون دينار في عام 2006. إلا أن قيمتها انخفضت عام 2007 بنسبة 32.5% تقريبا، حيث بلغت قيمتها نحو 2242.97 مليون دينار أردني مما أدى إلى تدني نسبة الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي حين قدرت بـ 18.49% . غير أن حرص هيئة الأوراق المالية على زيادة عمق السوق ساهم في نمو سوق الإصدارات مجددا وأخذ منحى تصاعدي. فارتفعت قيمة الإصدارات إلى 6237.53 مليون دينار عام 2012، التي أثرت بشكل ايجابي في النسبة التي ارتفعت إلى 27.97% .ورغم هذا كله يبقى سوق الإصدارات الأولية في الأردن يؤدي دورا متواضع في التنمية الاقتصادية،إذ أن متوسط هذه النسبة خلال الفترة المدروسة بلغ نحو 22.18%.

وفي فلسطين عملت هيئة سوق رأس المال على زيادة عمق و سيولة السوق وتوسيع قاعدته الاستثمارية، من خلال استكمال إدراج الشركات المساهمة العامة في فلسطين، وحث الشركات العائلية المؤهلة على التحول إلى شركات مساهمة عامة مدرجة في بورصة فلسطين.غير أن ذلك لم يساهم في زيادة نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي بل بقيت في مستويات منخفضة جدا حيث بلغ متوسطها نحو 1.09%.ففي عام 2003 لم تشهد السوق أي إصدارات وكانت أعلى مستوى وصلت إليها هي 3.08% وذلك في عام 2005.حيث ارتفعت قيمة الإصدارات الأولية إلى 110.64 مليون دولار أمريكي مقارنة بـ 68.58 مليون دولار في 2004.بمعدل نمو سنوي يقدر بـ 61.33%.غير أنها انخفضت بشكل حاد جدا في عام 2008 لما بلغت قيمتها 10.50 مليون دولار.بمعدل انخفاض 90.5%.الأمر الذي جعل نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي تنخفض إلى 0.17%.واستمرت في التدهور لتبلغ 0.11% في عام 2012.

وفي لبنان نجد أن نشاط سوق الإصدارات الأولية شهد ركودا يرجع أساسا إلى انكماش في طرح أسهم شركات مساهمة عامة جديدة، أو طرح جزء من أسهم شركات مساهمة خاصة حولت إلى مساهمة أو

زيادة رؤوس أموال شركات قائمة بهدف تعزيز رأس مالها. في المقابل نجد أن غالبية الإصدارات كانت من السندات الحكومية. ويتجلى ذلك في انخفاض المتوسط العام لنسبة الإصدارات الأولية الذي قدر بـــ 9.76%.فمن خلال الجدول (3-11) نجد أن أعلى نسبة وصلت إليها هي 23.80% في عام 2004، بسبب ارتفاع قيمة الإصدارات الأولية إلى 7816.27 مليار ليرة مقارنة بـــ 55.8 مليون ليرة لبنانية في عام 2003 إلا أنها تضاءلت لتبلغ 7.06% في عام 2012،إذ بلغت قيمة الإصدارات 4447.13 مليار ليرة.

2- نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمار:

إن نسبة مساهمة سوق الإصدارات الأولية في تمويل الاستثمارات بالأردن تعد جيدة، ويظهر ذلك جليا خلال الجدول (3-11)، فقد حققت نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الاستثمار ارتفاعا في عام 2006 لما بلغت 122.28% مقارنة بـــ 33.82% عام 2003.وذلك بمعدل نمو قدره 131% تقريبا.لكنـــها تراجعت في عام 2007 إلى 67.27% وهذا بسبب انخفاض قيمة الإصدارات.لترتفع مجددا مع تزايد عمليات طرح الأوراق المالية في السوق الأولي وتصل نحو 109.15% في عام 2009.

أما إذا أتينا لتحليل هذه النسبة في فلسطين فنجد أنها ضعيفة.حيث المتوسط العام لها نحو 5.96%.فبعد أن كانت تقدر بـــ 8.67% في عام 2005 انخفضت هذه النسبة إلى 1.54% في عام 2010.بمعدل انخفاض يقدر بـــ 82.27%.إلا أنها ارتفعت لتصل إلى أعلى مستوياتها في عام 2011 لتبلغ 28.20% ويعود ذلك أساسا لتدني القيمة الإجمالية للاستثمارات في ذاك العام،وبعد ذلك انخفضت إلى 1.10% عام 2012.

وفي لبنان ساهم سوق الإصدارات الأولية بشكل مقبول في تمويل الاستثمارات، وهذا ما نلاحظه من خلال بيانات الجدول (3-11) فبعد أن كان يساهم بـــ 0.001% في عام 2003 بحكم تدني قيمة الإصدارات آنذاك، نسبة هذه المساهمة إلى 113.53% عام 2004، نظرا لتزايد إصدار السندات الحكومية Eurobonds، لكنن هذا النمو تراجع بعد هذا العام حتى بلغت هذه النسبة حوالي23.36% في عام 2012.

3- نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الودائع المصرفية:

رغم النمو الذي شهده سوق الإصدارات الأولية في الأردن،إلا أن ذلك لم يكن كافيا للدلالة على فعاليته. إذ نسبة الإصدارات الأولية إلى إجمالي الودائع المصرفية كانت ضعيفة فقد قدر متوســـطها خـــلال الفترة المدروسة بـــ 17.80%.

وفي المقابل كانت هذه النسبة ضئيلة جدا في كل من فلسطين ولبنان. إذ بلغ متوسطها في كلتا الدولتين نحو 1.31% و 4.28% على التوالي. وهذا ما يجعل سوق الإصدارات الأولية غير قادر على استقطاب مدخرات المودعين وتوظيفها في شكل أوراق مالية.

الجدول (3-11): تطور مؤشرات سوق الإصدار في دول الشام خلال الفترة [2003-2012]

الوحدة: مليون عملة وطنية*

البيان	الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
الإصدار الإجمالي	الأردن	790,52	759,47	1563,43	3322,59	2242,97	4078,91	4798,57	5122,85	5086,95	6237,53
	فلسطين	0,00	68,58	110,64	54,20	74,61	10,50	45,47	16,77	300,82	11,78
	لبنان	0,0558	7816,27	4371,84	7302,36	0,00545	3401,85	3919,61	6384,3	3207,09	4447,13
الناتج المحلي الإجمالي	الأردن	7229	8091	8925	10675	12131	15593	16912	18762	20754	22302
	فلسطين	3840,90	4198,40	4634,40	4619,10	5182,40	6247,30	6719,60	8330,60	9775,30	10254,60
	لبنان	30276	32848	32955	33826	37774	45346	52235	55965	58851	63019
إجمالي الاستثمار	الأردن	1490,81	2005,41	2733,74	2717,10	3334,10	4342,90	4254,20	4313,13	5018,42	5714,40
	فلسطين	1081,90	1022,30	1275,50	1420,20	1586,10	1206,20	1137,30	1090,50	1066,80	1074,00
	لبنان	5991	6885	7310	7762	10127	13363	17429	19136	17380	19034,77
إجمالي الودائع	الأردن	9969,40	11564,10	13119,30	14591,90	15988,10	18102,60	20298,40	22504,80	24377,90	24969,70
	فلسطين	3548,00	3858,00	4106,00	4203,00	4980,00	5690,00	5980,00	6630,00	6780,00	7484,20
	لبنان	63116,70	69748	73337	78945	88144	101239	120973	135851	145384	153266
نسبة الإصدار إلى الناتج المحلي الإجمالي %	الأردن	10,94	9,39	17,52	31,12	18,49	26,16	28,37	27,30	24,51	27,97
	فلسطين	لا يوجد	1,63	2,39	1,17	1,44	0,17	0,68	0,20	3,08	0,11
	لبنان	0,0002	23,80	13,27	21,59	0,00001	7,50	7,50	11,41	5,45	7,06
نسبة الإصدار إلى الاستثمار الإجمالي %	الأردن	53,03	37,87	57,19	122,28	67,27	93,92	112,80	118,77	101,37	109,15
	فلسطين	لا يوجد	6,71	8,67	3,82	4,70	0,87	4,00	1,54	28,20	1,10
	لبنان	0,001	113,53	59,81	94,08	0,00005	25,46	22,49	33,36	18,45	23,36
نسبة الإصدار إلى إجمالي الودائع %	الأردن	7,93	6,57	11,92	22,77	14,03	22,53	23,64	22,76	20,87	24,98
	فلسطين	لا يوجد	1,78	2,69	1,29	1,50	0,18	0,76	0,25	4,44	0,16
	لبنان	0,0001	11,21	5,96	9,25	0,00001	3,36	3,24	4,70	2,21	2,902

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد للأعوام 2005، 2007، 2009، 2011،2012.ص 245،365،345، 364، 402. على التوالي.
2- البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2008، 2012، ص 97، 98 على التوالي.
3- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني،متغيرات الحسابات القومية الفلسطينية، http://www.pcbs.gov.ps/Portals/_Rainbow/Documents/MajorCurrentA1994-2011.htm تاريخ الاطلاع 2014/05/14
4- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، متغيرات الحسابات القومية الفلسطينية، التقرير الصحفي للحسابات القومية للربع الأول 2013 ، جوان 2013 ص 26.
5- سوق فلسطين للأوراق المالية،دليل الشركات 2011.
6- سلطة النقد الفلسطينية، التقرير السنوي، 2012، ص 121،123.
7- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية،2003، 2004،2005،2006،2007،2008،2009،2010،2011،2012 ص 12.
8- International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013
9- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013
10- Banque Du Liban, Financial Markets Handbook, December 2011.
11- Banque Du Liban, Financial,Quarterly Bulletin, Fourth Quarter 2012,p25

*– الدينار الأردني
– بالنسبة للبنان مليار ليرة لبنانية
– بالنسبة لفلسطين بالدولار الأمريكي

ثانيا: تقييم سوق التداول في أسواق الأوراق المالية في دول الشام

بهدف معرفة أداء سوق التداول يمكن الاعتماد على بيانات الجدول (3-12) لتحليل المؤشرات التالية:

1- مؤشرات حجم السوق:

أ- نسبة القيمة السوقية :

أنهت بورصة عمان للأوراق المالية عام 2005 على نمو في القيمة السوقية للأسهم المدرجة، حين بلغت 21078.20 مليون دينار مقارنة بـــ 7772.80 عام 2003 .بمعدل نمو 171% تقريبا.الأمر الذي انعكس ايجابيا على نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي التي قدرت بـــ 298.79% عام 2005 مقارنة بـــ 107.52% عام 2003.إلا أن هذه النسبة بدأت في التراجع بشكل حاد في عام 2009 حين بلغت 133.46%.فقد انخفضت القيمة السوقية إلى 22571.10 مليون دينار.بنسبة تراجع تقدر بـــ 15.35%.واستمر هذا التراجع إلى غاية عام 2012 لما بلغت القيمة السوقية 19141.50 مليون دينار لتساهم في الاقتصاد بنسبة 85.83%، وهي أدنى مستوى لها خلال فترة الدراسة.

ويعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية من الأسواق المالية العربية الصغيرة وفقا لمقاييس الحجم فاستنادا لمؤشر نسبة القيمة السوقية للناتج المحلي الإجمالي نجد أنها متواضعة فيه، فقد بلغت نسبتها في عام 2003 نحو 17.07% بقيمة سوقية تقدر بـــ 655.46 مليون دولار أمريكي، غير أنها شهدت ارتفاعا في عام 2005 لما قدرت بـــ 96.18% ويرجع ذلك إلى ارتفاع القيمة سوقية التي بلغت 4457.23 مليون دولار. إلا أنها لم تحافظ على ذلك النمو في السنوات اللاحقة حيث انخفضت تلك النسبة بشكل كبير حتى وصلت 27.88% عام 2012، .بمعدل انخفاض يقدر بـــ 71% تقريبا، ويعزى ذلك إلى تراجع القيمة السوقية إلى 2859.14 مليون دولار.

أما في لبنان فإن الأداء المتواضع هو الصفة المرتبطة والملازمة لبورصة بيروت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، فقد كان مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي متواضعا إذ بلغ متوسطه نحو 27.54%.نظرا لمحدودية الشركات والأسهم التي يتم تداولها في السوق وعدم وجود شركات مساهمة جديدة دخلت السوق منذ فترة طويلة.فقد بلغت القيمة السوقية 12555.08 مليار ليرة لبنانية في عام 2007.مقارنة بـــ 2275.54 مليار ليرة عام 2003.لترتفع بذلك نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي من 7.52% إلى 37.12%، .بمعدل نمو يقدر بـــ 394% تقريبا.إلا أنها بدأت بالتراجع لتبلغ 24.87% عام 2012، .بمعدل تراجع يقدر بـــ 33% تقريبا.

ب- عدد الشركات المدرجة:

لقد شهد عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تطورا ملحوظا، حيث بلغ عددها 277 شركة في عام 2010 مقابل 161 شركة مدرجة في عام 2003، بمعدل زيادة 72%.إلا أن عددها انخفض إلى 243 شركة في عام 2012.

وفي فلسطين بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية 48 شركة في عام 2012 مقارنة بـــ 23 شركة مدرجة عام 2003، بزيادة قدرها 109%.ورغم ذلك يعد حجم سوق فلسطين للأوراق المالية ضعيفا وفقا لهذا المقياس إذ ما قورن ببعض الأسواق المالية العربية كمصر والأردن.

أما في لبنان تتميز بورصة بيروت بالعدد الضئيل للشركات المدرجة رغم أنها تعتبر واحدة من أقدم الأسواق المالية في المنطقة، ويظهر ذلك جليا من بيانات الجدول (3-12)، إذ بلغ عددها 15 شركة عام 2007،غير أن العدد تراجع إلى 11 شركة مدرجة عام 2009 كمحصلة لتراجع الثقة بالأسواق المالية. إلا أن عددها ارتفع ليبلغ 26 شركة مدرجة في عام 2012.

2- مؤشرات سيولة السوق:

أ- نسبة التداول:

تعتبر سيولة السوق من أهم الأهداف التي تسعى الأسواق المالية إلى تحقيقها، وفي هذا الإطار تمكنت بورصة عمان خلال فترة الدراسة من تحقيق أداء جيد، حيث أظهرت مؤشرات البورصة أن قيمة التداول بلغت 3793.2 مليون دينار أردني في عام 2004 مقارنة بـــ 1855.2 مليون دينار في عام 2003. بنسبة زيادة قدرها 104.46%، لتستمر في المحافظة على ذلك الأداء الذي ساهم تحسين نسبة التداول، التي بلغت 130.30% في عام 2008 مقارنة بـــ 25.66% عام 2003.بمعدل نمو يقدر بـــ 407.74%.لكن أداءها تراجع بشكل حاد نتيجة التراجع في أسعار الأسهم بسبب الأزمة المالية العالمية. حيث انخفضت قيمة التداولات من 20318 مليون دينار عام 2008 إلى 9665.30 مليون دينار عام 2009. مما أدى إلى انخفاض نسبة التداول إلى 57.15% .بمعدل انخفاض يقدر بـــ 56%.حتى وصلت إلى أدنى مستوياتها في عام 2012 لما بلغت 8.87%.

و يتميز سوق فلسطين للأوراق المالية بنقص حاد في مستوى السيولة وفقا لمؤشر نسبة التداول، التي لم تكن بنفس الأداء الذي حققته نسبة القيمة السوقية.فقد بلغت هذه النسبة 1.52% عام 2003 ويعود ذلك إلى تدني قيمة التداولات التي قدرت بـــ 58.33 مليون دولار،إلا أنها ارتفعت لتصل إلى أعلى مستوياتها خلال فترة الدراسة وذلك في عام 2005 حين بلغت قيمة التداولات 2096.18 مليون دولار، مما ساهم

في رفع نسبة التداول إلى 45.33%. إلا أنها تراجعت حتى عام 2012.حين بلغت تلك النسبة نحو 2.67% .بمعدل انخفاض يقدر بـــ 94.10%.بسبب تدهور قيمة التداولات التي بلغت 243.44 مليون دولار.

أما في لبنان تتميز بورصة بيروت بتدني مستوى السيولة استنادا إلى مؤشر نسبة التداول الذي بلغ متوسطه خلال فترة الدراسة نحو 3.47%. ويعود ذلك إلى حجم التداول اليومي الضعيف جدا والى العدد القليل والمحدود للشركات المدرجة أسهمها في البورصة.إضافة إلى تأثيرات الأوضاع في المنطقة وفي الداخل اللبناني. فقد بلغت نسبة التداول في عام 2003 أدنى مستوياتها نحو 0.65 % لترتفع إلى 5.67% عام 2008. نظرا لازدياد قيمة التداولات من 197.70 مليار ليرة خلال عام 2003 إلى 2572.64 مليار ليرة عام 2008. إلا أن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة انخفضت خلال عام 2009 بنسبة بلغت نحو 39.39% مقارنة بعام 2008 ، لتصل القيمة الإجمالية 1559.04 مليار ليرة خلال عام 2009 مقابل 2572.64 مليار ليرة خلال عام 2008.بفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية.مما أدى إلى انخفاض نسبة التداول إلى 2.98% في عام 2009 .بمعدل انخفاض يقدر بـــ 47.39%.وواصلت تراجعها لتبلغ نحو 0.95% عام 2012.

ب- معدل الدوران:

تظهر لنا بيانات الجدول (3-12) أن معدل الدوران في بورصة عمان أخذ نفس الاتجاه العام لنسبة التداول، إذا قدر بـــ 80% في عام 2008 مقارنة بـــ 24% في عام 2003، .بمعدل زيادة يقدر بـــ 235% تقريبا، نظرا للنمو في قيمة تداولات البورصة.إلا أنه تراجع إلى 43% في عام 2009 .بمعدل انخفاض 46.45%.وشهد هذه المعدل أدنى مستوياته في عام 2012 لما قدر بـــ 10%.

وفي سوق فلسطين للأوراق المالية سار معدل دوران الأسهم بنفس نسق نسبة التداول فبعـــد أن كـــان يقدر بـــ 8.90 % في عام 2003 ارتفع ليصل 47.03 % في عام 2005 وذلك .بمعدل نمو مرتفع يقدر بـــ 429 %. إلا أنه أخذ بالتراجع أن وصل 9.56% في عام 2012 .بمعدل انخفاض يقدر بـــ 79.66 %. وهذا بفعل تراجع قيمة التداولات.

أما فيما يتعلق بلبنان فقد سجلت بورصة بيروت مستويات متدنية لمعدل دوران الأسهم ليعكس حالة انكماش السيولة في السوق، إذ سجل معدل الدوران نسبة 24% خلال عام 2006 مقارنة بـــ 9% عام 2003.بمعدل نمو يقدر بـــ 180.3% تقريبا.إلا أنه انخفض ليصل إلى أدنى مستوى له إذ قدر بـــ 4% في عام 2012.

الجدول (3-12): تطور مؤشرات سوق التداول أسواق الأوراق المالية لدول الشام خلال الفترة [2003-2012]

الوحدة: مليون عملة وطنية*

البيان	الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
القيمة السوقية	الأردن	7772,80	13033,80	26667,10	21078,20	29214,20	25406,30	22571,10	21858,20	19272,80	19141,50
	فلسطين	655,46	1096,53	4457,23	2728,81	2474,68	2123,06	2375,37	2449,90	2782,47	2859,14
	لبنان	2275,54	3527,57	7429,91	12555,08	16471,76	14424,88	19295,58	19021,06	15484,66	15673,22
قيمة التداول	الأردن	1855,20	3793,20	16871	14209,90	12348,10	20318	9665,30	6690	2850,30	1978,80
	فلسطين	58,33	200,56	2096,18	1067,37	813,47	1185,20	500,39	451,21	365,68	273,44
	لبنان	197,70	299,30	1392,82	3057,27	1503,27	2572,64	1559,04	2824,34	750,46	598,58
عدد الشركات المدرجة	الأردن	161	192	201	227	245	262	272	277	247	243
	فلسطين	23	26	28	33	35	37	39	40	46	48
	لبنان	14	16	15	16	15	13	11	24	26	26
معدل الدوران %	الأردن	24	29	63	67	42	80	43	31	15	10
	فلسطين	8,90	18,29	47,03	39,11	32,87	55,83	21,07	18,42	13,14	9,56
	لبنان	9	8	19	24	9	18	8	15	5	4
نسبة القيمة السوقية %	الأردن	107,52	161,09	298,79	197,45	240,82	162,93	133,46	116,50	92,86	85,83
	فلسطين	17,07	26,12	96,18	59,08	47,75	33,98	35,35	29,41	28,46	27,88
	لبنان	7,52	10,74	22,55	37,12	43,61	31,81	36,94	33,99	26,31	24,87
نسبة التداول %	الأردن	25,66	46,88	189,03	133,11	101,79	130,30	57,15	35,66	13,73	8,87
	فلسطين	1,52	4,78	45,23	23,11	15,70	18,97	7,45	5,42	3,74	2,67
	لبنان	0,65	0,91	4,23	9,04	3,98	5,67	2,98	5,05	1,28	0,95

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2004، 2007، 2009، 2011، 2012.

2- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الأول 2006.

*- الدينار الأردني

- ليرة لبنانية

- بالنسبة لفلسطين بالدولار الأمريكي

خلاصة الفصل الثالث

إدراكا منها بأهمية أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، سعت الدول النامية عموما و الدول العربية على وجه الخصوص إلى إنشاء هذا النوع من الأسواق، بهدف خلق السيولة النقدية اللازمة لتمويل الاستثمارات و التنمية.فقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات عميقة وسريعة في أسواق تلك الدول، من خلال تحريرها من كافة القيود و بالتالي العمل على زيادة جاذبيتها و قدرتها التنافسية، واستقطاب الاستثمارات المحلية و الأجنبية، مما ترتب عليه ظهور ما يسمى بأسواق الأوراق المالية الناشئة. وقد حاولنا في هذا الفصل دراسة تجربة لبعض أسواق الأوراق المالية العربية و قد توصلنا إلى النتائج التالية:

- إن الأسواق المالية الناشئة هي تلك الأسواق المتواجدة في دول منخفضة و متوسطة الدخل.
- خضعت أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة لاهتمام الحكومات، من خلال تحسين البيئة التنظيمية والتشريعية، وكذا الجوانب المتعلقة بالتداول و تسوية المعاملات.
- لقد ساهم تطور وتحسن المناخ الاستثماري خاصة فيما تعلق بالاستثمارات الأجنبية، في نمو وتحسن مؤشرات أسواق الأوراق المالية الناشئة.
- لقد عملت الدول العربية على إنشاء أسواق الأوراق المالية من خلال سن التشريعات والتنظيمات المنظمة لعمل تلك الأسواق.
- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من ضعف شديد في أسواقها الأولية.
- تتميز أسواق التداول في الدول العربية بانخفاض مستويات السيولة على الرغم من أن بعضها يمتاز بقيمة سوقية كبيرة. وهذا ما يعزز القول بأن نسبة القيمة السوقية غير كافية للحكم على أداء السوق.
- يعود الأداء الضعيف للأسواق المالية العربية لجملة من المعوقات وبالتالي كان لابد من العمل على تحسين أدائها. ومن أبرز الإجراءات التي يمكن اعتمادها في هذا الشأن هو تبني خيار إدراج منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج للتطوير وهذا ما سنتناوله في الفصل الرابع.

الفصل الرابع: الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية

تمهيد

لقد كان أداء أسواق الأوراق المالية العربية ضعيفا بالنظر إلى مجموعة من المؤشرات سواء ما تعلق بحجم السوق أو سيولته، بسبب تضافر مجموعة من العقبات التي حالت دون تطورها، ومن أبرزها افتقار تلك الأسواق للتنوع الذي يستقطب أكبر عدد من المستثمرين خاصة أولئك الذين يتحرجون من التعامل بالأدوات المالية التقليدية. ومن هنا كان لابد من ضخ المزيد من الأدوات بهدف استقطاب عدد كبير من المتعاملين .فأداء سوق الأوراق المالية للوظائف المناطة بها والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تنوع الأدوات المالية فيها.

فكلما تنوعت الأدوات المالية كلما ساهم ذلك في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية ،الأمر الذي ينعكس إيجابيا على أدائها وبالتالي تفعيل وظيفتها في الاقتصاد القومي،كون أن لها دور هام في كل الدول وبالذات الدول النامية.

وبظهور مفهوم الهندسة المالية الإسلامية التي تعني التصميم، التطوير والتزود بآليات وأدوات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية. تم استحداث أدوات مالية إسلامية حديثة تعمل على زيادة الفرص الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وبالتالي استقطاب عدد كبير من المتعاملين.

ويعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا من أهم الأسواق المالية الصاعدة التي اعتمد في تطويرها على إتاحة أدوات مالية عديدة ومتنوعة خاصة الإسلامية منها بهدف إيجاد فرص استثمارية تتلاءم مع توجهات كل مستثمر.

ونهدف في هذه الفصل إلى دراسة مختلف معوقات أسواق الأوراق المالية العربية ودور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطويرها على ضوء التجربة الماليزية وفق ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير الأسواق المالية العربية

المبحث الثالث: التجربة الماليزية نموذج لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

لقد أصبحت أسواق الأوراق المالية في الدول العربية واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية، إلا أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها. وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، واجتماعي وثقافي وتنظيمي. وعليه فإنه لابد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تطوير الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول: العقبات الاقتصادية:

لقد تعددت العقبات الاقتصادية التي أثرت سلبا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية،ومن أبرزها نجد:

أولا: التضخم

يحدث التضخم أثرا سلبيا على أداء أسواق الأوراق المالية .ذلك لأن مبيعات الشركات المساهمة العامة والمدرجة أسهمها في البورصة ستتأثر سلبيا، لأن هذه الشركات ستضطر إلى رفع أسعار البيع لخدماتها ومنتجاتها لتعويض ارتفاع تكلفة الإنتاج لديها ،وبالتالي المحافظة على هوامش أرباحها ، لكن ارتفاع الأسعار من شأنه أيضا أن يقلص من مبيعات هذه الشركات نتيجة انخفاض القوة الشرائية للمستهلكين وتراجع الطلب على السلع والخدمات بشكل عام ، مما سيؤثر سلبيا في المدى البعيد على حجم المبيعات وبالتالي على قيمة الأرباح الصافية للشركات المدرجة في السوق وسيؤثر أيضا على سيولة هذه الشركات ويحد من قدرتها على توزيع الأرباح على المساهمين مما سينعكس سلبيا على أسعار الأسهم وحجم التداول في السوق هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن انخفاض القدرة الشرائية لدى المواطنين سيعني انخفاض مدخراتهم نتيجة تحولهم إلى الإنفاق لسد احتياجاتهم الأساسية من المشتريات، وبالتالي فإن نقص المدخرات يعني تضاؤل الأموال المتاحة للاستثمار مما سيؤدي إلى تثبيت الطلب على الأسهم وعدم صعود أسعارها.أضف إلى ذلك أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد المتوقع على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية،ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.[1]

[1] سامر سنقرط، تأثير التضخم المرتقب على بورصة عمان،جريدة الدستور، الأحد، 25 نوفمبر 2012

كما أن ارتفاع معدلات التضخم سيدفع الدول إلى اتخاذ العديد من الإجراءات الخاصة بها، ومنها:[1]

- فرض الضرائب التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض أرباح وعوائد الشركات المصدرة للأسهم ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم والسندات والذي يؤدي إلى انخفاض أداء أسواق المال.

- إن ارتفاع معدلات التضخم بصورة مستمرة قد يدفع البنوك المركزية إلى الحد من عرض النقد، مما يسبب انخفاض الطلب على السلع والخدمات المنتجة من قبل الشركات، ويؤدي إلى انخفاض التدفقات النقدية لها والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض حجم التداول بالأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها السوقية. إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية،فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم،الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة،وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار.[2] ويمكن توضيح تطور معدل التضخم في الدول العربية من خلال الجدول التالي :

[1] مفيد ذنون يونس،رغيد عماد الدين ،تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية،مجلة تنمية الرافدين،العدد 93،المجلد 31 كلية الإدارة والاقتصاد،جامعة الموصل 2009،ص4.

[2] السيد محمد أحمد جاهين،سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1981/1978،دار النهضة العربية 2001 القاهرة ص 363.

الجدول (4-1): تطور معدلات التضخم في الدول العربية المدروسة خلال الفترة [2003 – 2012]

الوحدة: نسبة مئوية

السنة / الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	التغير % 2012-2003
الجزائر	2,58	3,56	1,64	2,33	3,56	4,86	5,74	3,90	4,50	5,45	111
البحرين	1,68	2,25	2,62	2,04	3,25	3,53	2,79	1,97	1,00	0,95	-43
مصر	3,21	8,11	8,80	4,20	10,95	11,70	16,24	11,70	11,07	9,46	195
الأردن	1,63	3,37	3,49	6,26	4,66	13,94	-0,67	5,00	4,41	4,88	200
لبنان	1,27	1,67	-0,72	5,57	4,06	10,76	1,21	4,48	4,99	4,01	216
المغرب	1,16	1,49	0,98	3,29	2,04	3,89	0,97	0,99	0,91	2,00	72
قطر	2,26	6,80	8,81	11,83	13,76	15,05	-4,87	-2,43	2,00	4,01	77
السعودية	0,60	0,36	0,63	2,29	4,12	9,87	5,06	5,35	4,98	4,77	702
فلسطين	4,40	3,00	4,10	3,80	1,90	9,90	2,80	3,70	2,90	2,80	-36
متوسط الفترة	2,09	3,40	3,37	4,62	5,37	9,28	3,25	3,85	4,08	4,26	104

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1-International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013

2- سلطة النقد الفلسطينية التقرير السنوي 2010 ،2012 ،ص 78، 79 على التوالي.

لقد بلغ متوسط معدل التضخم في الدول العربية في عام 2012 حوالي 4.26% بالمقارنة مع 2.09 %في عام2003 أي بمعدل نمو يقدر 104% وترجع زيادة مستويات التضخم في الدول العربية لعدة أسباب تختلف من دولة إلى أخرى، أهمها ارتفاع الإنفاق نتيجة الزيادة في الرواتب والتحويلات لفائدة القطاع العائلي واستحداث وتوسيع برامج الإعانات لفائدة العاطلين عن العمل، خاصة في دول مجلس التعاون الخليجي والجزائر.

ثاني: تنامي ظاهرة الاقتصاد الخفي

تعاني الدول العربية في مجموعها من ظاهرة الاقتصاد الخفي وذلك بسبب توافر الدواعي الاقتصادية لنشوء هذه الظاهرة،وبسبب الإختلالات الهيكلية ،وسوء توزيع الموارد،وتشوه سوق العمل.

فبحسب تقرير التنمية الإنسانية العربية لعام 2009 فإن 65 مليون عربي يعيشون تحت خط الفقر ،وتحتل البلدان العربية ذات الدخل المتوسط والمنخفض أعلى نسبة بطالة في العالم بمعدل 14.4% مقارنة مع المعدل العالمي 6.3%.ولا شك أن البطالة تساهم في نمو أنشطة الاقتصاد الخفي.حيث بلغ مجموع القوى

العاملة في الدول العربية نحو 104 مليون عامل في عام 2000 ووصل إلى 146 مليون عام 2010. وهذا ما يطرح مشكلة استيعاب العاطلين عن العمل،نظرا لأن الاقتصاديات العربية التي يهيمن عليها القطاع العام غير قادرة على استيعاب معدلات العمالة المتزايدة ،وقد أدى هذا الفشل في إيجاد فرص عمل إلى النمو السريع في حجم القطاع غير الرسمي.[1] كما أن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إدخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية. ويظهر لنا الجدول (4-2) حجم الاقتصاد الخفي في بعض الدول العربية.

الجدول (4-2): حجم الاقتصاد الخفي في الدول العربية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1999-2007).

الوحدة: نسبة مئوية

السنة / الدولة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الجزائر	34	34,1	34,4	34,9	35,8	36,6	37,3	37,3	37,1
البحرين	18,2	18,4	18,6	18,8	19	19,3	19,7	0	0
مصر	34,7	35,1	35	34,5	34,8	35,2	35,4	36,1	37
الأردن	19,4	19,4	19,6	19,9	20,1	20,6	20,9	21,4	21,7
لبنان	34,1	34,1	34,5	34,7	35	35,9	35,9	35,4	36,2
المغرب	36,3	36,4	37,1	37,3	37,8	38,7	37,9	39,8	39,8
قطر	-	17,8	17,5	17,8	17,3	19,4	18,4	-	-
السعودية	18,1	18,4	18	17,5	18,5	19,1	19,4	19,5	20

Source: Friedrich Schneider, Andreas Buehn and Claudio E. Montenegro, Shadow Economies all over the World: NewEstimates for 162 Countries from 1999 to 2007. The World Bank, Development Research Group , July 2010,p 45.

تظهر البيانات الواردة في الجدول إلى تنامي حجم الاقتصاد الخفي في الدول العربية المدروسة فقد بلغ متوسطه خلال الفترة 1999-2007 نحو 26.22% من إجمالي الناتج المحلي.وتتميز الدول الخليجية بمعدلات منخفضة إذا ما قورنت ببقية الدول العربية التي تتميز بثقل الاقتصاد الخفي فيها؛كالجزائر ومصر التي قدر فيها بـــنحو 37,3 %،35,4 % على التوالي عام 2005،بينما بلغت النسبة في نفس العام نحو 19,7 %،19,4 % في كل من البحرين والسعودية على التوالي.

[1] حامد بن داخل بن عبد ربه المطيري،قياس حجم الاقتصاد الخفي وأثره على المتغيرات الاقتصادية الكلية،مع دراسة تطبيقية على المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1970-2009)،أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي،جامعة أم القرى 2012.ص 35.

ثالثا: سيطرة القطاع المصرفي على سوق التمويل

شهد الحجم الكلي للقطاع المصرفي في الدول العربية نموا ملحوظا مقاسا بإجمالي الودائع والائتمان الممنوح للاقتصاد.[1]ليعكس بذلك هيمنته على القطاع المالي ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

1- أهمية الودائع المصرفية:

يمكن توضيحها وفقا لنسبة إجمالي الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-3): تطور نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال الفترة(2003-2012)

الوحدة: نسبة مئوية

السنة / الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
السعودية	44,28	46,38	41,39	44,27	49,74	47,37	66,58	58,26	51,02	51,65
قطر	61,07	50,86	52,23	53,89	56,24	47,30	63,30	59,79	54,33	58,61
البحرين	83,97	79,11	77,65	75,72	89,75	91,98	110,82	107,53	97,45	95,18
مصر	96,56	95,14	96,50	92,09	87,27	83,44	77,69	73,97	69,80	57,15
المغرب	61,61	62,79	68,83	73,43	81,19	81,18	91,92	93,78	95,04	83,04
الجزائر	47,50	45,07	40,24	43,02	48,60	48,13	52,15	47,88	48,34	44,51
الأردن	137,91	142,93	146,99	136,69	131,80	116,09	120,02	119,95	117,46	111,96
فلسطين	92,37	91,89	88,60	90,99	96,09	91,08	88,99	79,59	69,36	72,98
لبنان	208,47	212,34	222,54	233,39	233,35	223,26	231,59	242,74	247,04	243,21
المتوسط السنوي	92,64	91,83	92,77	93,72	97,11%	92,20	100,34	98,16	94,43	90,92

المصدر من إعداد الطالب استنادا إلى: بيانات الجداول (3-7)، (3-9)، (3-11)

لقد بلغ متوسط نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في دول عينة الدراسة خلال الفترة [2003-2012] نحو 94.41%، في حين كانت أعلى نسبة محققة كانت في عام 2009 إذ قدرت بـــ 100.34%.وهذا ما يعكس توجه حجم كبير من المدخرات في الدول العربية نحو القطاع المصرفي بدل الأوعية الادخارية الأخرى.

[1] جمال الدين زروق،وآخرون،أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية وتحديات الأزمة المالية العالمية،صندوق النقد العربي 2009 ص 3.

2- أهمية القروض المصرفية:

يمكن توضيحها وفقا لنسبة إجمالي القروض إلى الناتج المحلي الإجمالي وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-4): تطور نسبة القروض المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال الفترة(2003-2012)

الوحدة: نسبة مئوية

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
السعودية	50,39	52,22	50,40	50,11	55,24	56,47	66,88	58,57	49,37	49,99
قطر	61,07	50,86	49,91	47,98	55,87	56,84	80,81	74,64	78,72	66,97
البحرين	75,59	82,22	77,30	80,25	92,15	113,94	128,14	1305,01	124,41	99,07
مصر	92,80	86,96	86,68	82,49	71,34	63,76	66,72	64,25	65,11	68,08
المغرب	47,04	47,82	51,31	56,39	68,87	76,39	78,79	81,34	85,64	86,70
الجزائر	41,66	38,01	35,11	34,25	33,65	29,69	39,13	36,66	37,11	27,22
الأردن	72,80	76,49	86,77	91,45	93,11	83,65	78,74	77,02	76,38	79,95
فلسطين	27,91	33,89	38,69	39,91	32,90	29,26	33,25	34,64	36,32	40,95
لبنان	144,81	146,66	155,25	160,48	156,68	154,51	153,89	160,63	162,53	181,35
المتوسط السنوي	68,23	68,35	70,16	71,48	73,31	73,83	80,70	210,31	79,51	77,81

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- بيانات الجدول (3-7)، الجدول (3- 9)، بيانات الجدول (3-11)

2- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد للأعوام 2011،2009،2007،2005 ،2012.ص 245 ،365 ،345، 364، 402. على التوالي.

لقد ارتفع حجم الطلب على التمويل المصرفي خلال الفترة [2003-2012]،فقد بلغ المتوسط السنوي لنسبة قيمة القروض الممنوحة للاقتصاد إلى الناتج المحلي الإجمالي لدول العينة نحو 77.81% في عام 2012 مقارنة بـــ 68.23% عام 2003 وذلك بمعدل نمو يقدر بـــ 14.04%.وتتباين هذه النسبة فيما بين الدول بشكل منفرد.لكن الاتجاه العام لها هو النمو وهذا ما يعكسه متوسط العام النسبة خلال الفترة الذي بلغ نحو 87.37%.

رابعا: اعتماد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الاقتصادي

تعتمد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي لنشاط الاقتصادي لاسيما في الدول النفطية ، على الرغم من اتخاذ الكثير من الدول العربية خطوات جادة في سبيل ترشيد الإنفاق الحكومي

والعمل على خفض عجز الموازنة العامة التي تعاني منها اقتصاديات الدول العربية سواء مرتفعة أو منخفضة الدخل.[1] ويمكن رصد تطور الإنفاق العام في دول العينة من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-5): تطور معدل نمو الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية خلال الفترة(2003-2012)

الوحدة: نسبة مئوية

السنة / الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	التغير % 2012-2003
الجزائر	32,20	30,77	27,14	28,83	33,25	37,83	42,18	36,89	40,42	44,63	38,60
البحرين	33,27	30,50	29,57	28,15	27,47	27,45	30,49	34,15	30,88	32,50	-2,31
مصر	35,22	33,86	33,25	37,77	35,27	36,02	34,58	33,43	31,81	33,36	-5,28
الأردن	34,54	38,34	38,33	35,87	38,04	35,62	35,39	30,43	33,22	31,67	-8,31
لبنان	35,94	32,86	31,50	35,86	35,01	33,67	32,78	30,43	29,50	32,18	-10,46
المغرب	27,26	27,74	32,46	29,40	30,06	31,83	31,08	31,91	34,53	35,76	31,18
قطر	27,07	28,39	28,69	28,13	26,74	24,76	31,94	28,90	30,99	31,11	14,92
السعودية	34,79	34,93	30,50	29,31	31,57	28,97	40,04	39,50	35,52	36,81	5,81
فلسطين	42,57	36,39	49,22	36,96	55,51	55,83	46,21	39,12	33,32	31,77	-25,37
المتوسط	33,65	32,64	33,41	32,25	34,77	34,66	36,08	33,86	33,35	34,42	2,29

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013

2- سلطة النقد الفلسطينية ، التقرير السنوي، 2012،ص 105 .

يعد مؤشر نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي من أفضل المؤشرات لقياس حجم دور الدولة في النشاط الاقتصادي.وفي عرض لهذا المؤشر من خلال الجدول (4-5) نلاحظ أن درجة تدخل الدولة خلال فترة الدراسة كبير نسبيا.فقد بلغ المتوسط الإجمالي خلال الفترة نحو 34%.فقد ارتفع حجم الإنفاق العام من 33.65% في عام 2003 إلى نحو 34.42% في عام 2012، .بمعدل نمو يقدر بـــ 2.3%.أما على الصعيد الفردي فقد احتلت الجزائر المرتبة الأولى من حيث معدل النمو في الإنفاق العام الذي بلغ نحو 38.6%،لتليها كل من المغرب،قطر والسعودية .بمعدلات نمو تقدر بـــ 31.18%، 14.92%، 5.81% على التوالي.بينما شهد هذا المعدل تراجعا في كل من فلسطين ،لبنان،الأردن،مصر والبحرين بنحو 25,37%،10,46 %،8,31 %،5,28 %،2,31 % على التوالي.

[1] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة الجزائر 2006،ص 197.

المطلب الثاني: العقبات الهيكلية لأسواق الأوراق المالية العربية

تتميز أسواق الأوراق المالية العربية المدروسة بمجموعة من الخصائص أهمها:

أولا: صغر حجم أسوق الأوراق المالية العربية:

يقاس ذلك من خلال نسبة الإصدارات الجديدة للناتج المحلي، بالنسبة لسوق الإصدار،أما سوق التداول فتقاس طاقتها النسبية وفقا لمؤشرات نسبة القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة ومؤشـــرات السيولة بالاعتماد على مؤشري نسبة التداول ومعدل الدوران:

1- ضآلة الأسواق الأولية في البورصات العربية:

تتميز الأسواق المالية العربية بضعف سوق الإصدار الأولية استنادا إلى مؤشر نسبة الإصـــدارات الجديدة إلى الناتج المحلي الإجمالي ويكمن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(4-6):نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة [2003-2012].

الوحدة: نسبة مئوية

السنة / الدولة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
السعودية	1,89	0,97	0,53	1,55	2,47	3,95	2,18	1,80	1,01	1,79
قطر	6,50	1,68	4,81	4,89	3,49	4,62	3,05	0,01	2,09	1,57
البحرين	14,55	11,08	10,57	10,62	9,21	6,52	3,04	4,15	4,10	1,53
مصر	4,29	4,00	5,85	7,09	13,12	11,12	6,86	12,79	3,25	2,42
المغرب	1,58	2,39	2,32	1,85	4,30	7,65	5,61	9,31	9,43	9,39
الجزائر	0,14	0,83	0,83	0,53	0,08	0,40	0,31	0,03	-	-
الأردن	10,94	9,39	17,52	31,12	18,49	26,16	28,37	27,30	24,51	27,97
فلسطين	-	1,63	2,39	1,17	1,44	0,17	0,68	0,20	3,08	0,11
لبنان	0,0002	23,80	13,27	21,59	0,00001	7,50	7,50	11,41	5,45	7,06
المتوسط السنوي	4,43	6,20	6,45	8,93	5,84	7,57	6,40	7,44	5,88	5,76

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:بيانات الجداول (3-7)، (3-9)، (3-11)

تتميز معظم الأسواق الأوراق المالية في الدول العربية بضعف كبير في استقطاب مصدرين جدد للأوراق المالية ويتضح ذلك جليا من خلال مؤشر نسبة الإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي،إذ بلغ متوسط إجمالي الفترة نحو 6.49%. وهذا ما يعكس انكماش السيولة المتاحة في هذه الأسواق وضعف ثقة المستثمرين.

2- صغر حجم السوق:

تتميز الأسواق المالية العربية بصغر حجمها، ويظهر ذلك جليا في النقص الشديد في العرض مقاسا بعدد الشركات المدرجة،وانخفاض الحجم النسبي لها في الاقتصاد وفقا لنسبة القيمة السوقية إلى النـــاتج المحلي الإجمالي مقارنة مع الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة ويمكن توضيح ذلك من الجدول التالي:

الجدول (4-7): مؤشرات حجم أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة ببعض الأسواق المتقدمة والناشئة خلال الفترة [2011-2012].

الفئة	الدولة	2011		2012	
		عدد الشركات المدرجة	نسبة القيمة السوقية %	عدد الشركات المدرجة	نسبة القيمة السوقية %
الأسواق المالية المتقدمة	كندا	3932	109,76	3876	113,29
	المملكة المتحدة	2001	117,11	2179	121,96
	هونغ كونغ	1472	357,66	1459	420,93
	سويسرا	246	141,8	238	170,96
	الولايات المتحدة	4171	100,69	4102	114,92
الأسواق المالية الناشئة	شيلي	229	107,6	225	116,1
	كوريا الجنوبية	1792	89,22	1767	104,5
	ماليزيا	941	136,58	921	156,16
	جنوب أفريقيا	355	130,16	348	159,33
	تايوان	824	125,94	840	133,37
الأسواق المالية العربية	السعودية	150	58,75	158	52,51
	قطر	42	72.27	42	64,58
	البحرين	49	63,69	47	56,03
	مصر	214	21,41	213	23,85
	المغرب	76	64,32	77	53,77
	الجزائر	3	0,11	3	0,08
	الأردن	247	92,86	243	85,83
	فلسطين	46	28,46	48	27,88
	لبنان	26	26,31	26	24,87

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS,2012 p .100

2- World Development Indicators & Global Development Finance.Time series,The World Bank. 18 December,2013

تعتبر الشركات المحرك الأساسي لسوق الأوراق المالية، فهي من أبرز عوامل نموها. فكلما زاد عدد المشركات المدرجة كلما زادت فعالية تلك السوق والعكس صحيح.وما يلاحظ في أسوق الأوراق المالية العربية هو أن هناك عدد محدود جدا من الشركات المدرجة مقارنة بالأسواق الناشئة والمتقدمة. فقد وصل عدد الشركات المدرجة في الولايات المتحدة و ماليزيا نحو 4102، 921 شركة في عام 2012

على التوالي،بينما نجد عددها متدنيا في الأسواق العربية كما هو الحال في كل الجزائر ،لبنان ،البحرين وقطر أين بلغ عدد الشركات المدرجة نحو 3 ،26 ،47 ،42 على التوالي، وهذا ما يدل على أن عدد الشركات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في السوق محدود جدا. كما أن هناك حقيقة مفادها أن طبيعة الملكية وتحولها من ملكية عامة إلى ملكية خاصة أو مختلطة تتعد فيها الأطراف المالكة لرأس المال لا تزال ضعيفة في كثير من الدول العربية.

إن هذا النقص في عدد الشركات المدرجة في كثير من أسواق الأوراق المالية العربية قد كان له أثرا مباشرا على مدى مساهمة تلك الأسواق في التنمية الاقتصادية. فاستنادا لمؤشر نسبة القيمة السوقية نجد أنه متدنيا مقارنة بالأسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء. فمن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن أداءه في الأسواق المالية العربية مقارنة مع نظيراتها في الدول المتقدمة و الناشئة كان ضعيفا ،فقد بلغت نسبة القيمة السوقية في كل من الولايات المتحدة وماليزيا في عام 2012 نحو 114.92%،156.16% على التوالي.في حين بلغت نحو 85.53%، 52.51%، 23.85%، 0.08% في كل من الأردن، السعودية، مصر، الجزائر على التوالي.

3- انخفاض مؤشرات السيولة في أسوق الأوراق المالية العربية

تعتبر كل من نسبة قيمة التداولات إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل دوران الأسهم من أفضل المؤشرات المعتمدة في قياس حركة التداول في سوق الأوراق المالية، ومن ثمة معرفة مدى قدرة السوق على تحقيق السيولة التي تعتبر من أهم ما يطمح إليه المستثمر في السوق.والمتتبع لأداء أسواق الأوراق المالية العربية يجد أنها تعاني من ضعف في سيولتها استنادا لهذين المؤشرين مقارنة مع الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة ويمكن توضيح ذلك من الجدول التالي:

الجدول(4-8): مؤشرات سيولة أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة ببعض الأسواق المتقدمة والناشئة خلال الفترة [2011-2012]

الفئة	الدولة	2011		2012	
		معدل الدوران %	نسبة التداول %	معدل الدوران %	نسبة التداول %
الأسواق المالية المتقدمة	كندا	74,75	87,51	61,58	67,87
	المملكة المتحدة	98,89	119,88	84,04	100,52
	هونغ كونغ	157,59	623,83	123,08	467
	سويسرا	85,87	141,18	63,74	101,56
	الولايات المتحدة	187,62	197,96	124,6	131,58
الأسواق المالية الناشئة	شيلي	18,6	22,65	16,01	17,32
	كوريا الجنوبية	195,14	182,41	139,22	134,02
	ماليزيا	32	44,57	28,57	40,81
	جنوب أفريقيا	64,26	92,63	54,93	81,13
	تايوان	139,65	175,88	92,24	123,02
الأسواق المالية العربية	السعودية	86	50,8	138	72,35
	قطر	19	13,66	15	9,92
	البحرين	2	1,07	2	1,05
	مصر	19	3,97	12	2,95
	المغرب	8	5,27	6	3,03
	الجزائر	1,2	0,0013	0,3	0,0002
	الأردن	15	13,73	10	8,87
	فلسطين	13,14	3,74	9,56	2,67
	لبنان	5	1,28	4	0,95

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1-WORLD FEDERATION OF EXCHANGES" ANNUAL REPORT AND STATISTICS " PARIS,2012 p .100

2-World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013

من خلال الجدول نجد أن غالبية أسواق أوراق المالية العربية تعاني من ضعف كبير في مستوى السيولة،وفقا لمؤشري نسبة التداول ومعدل الدوران،مقارنة بما هو عليه الحال في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة.فقد بلغت نسبة التداول عام 2012 في كل من الولايات المتحدة وكوريا الجنوبية نحو 131.58%، 134.02% على التوالي.بينما قدرت، في كل من الأردن، البحرين،لبنان،الجزائر بنحو 8.87%، 1.05%، 0.95%، 0.0002% على التوالي.

أما معدل الدوران فقد بلغ في عام 2012 في كل من الولايات المتحدة وكوريا الجنوبية نحـــو 124.6%، 134.02% على التوالي.بينما قدر في كل من الأردن، البحرين،لبنان،الجزائر بنحو 10%،2%، 4%، 0.3% على التوالي.مما يدل على ضعف جاذبية الأسواق المالية العربية للاستثمارات.

ثانيا: عدم تنوع ومحدودية الأدوات المالية المعروضة

يعد التنويع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة،حيث أنها تعرض للمستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية،مما تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية،و التنويع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر.أما عن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية فإن أدوات الاستثمار المالي فيها لا تزال تتخذ أشكالا تقليدية محدودة تكاد تنحصر في التعامل بالأسهم العادية للشركات المحلية، إضافة إلى السندات. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-9):الأدوات المالية المتاحة في أسواق الأوراق المالية العربية (عينة الدراسة)

	الأسهم	السندات	صناديق الاستثمار	المشتقات المالية	الأدوات المالية الإسلامية
الجزائر	ü	ü			
البحرين	ü	ü	ü		ü
مصر	ü	ü	ü		
الأردن	ü	ü	ü		
لبنان	ü	ü	ü		
المغرب	ü	ü	ü		
قطر	ü	ü	ü		ü
السعودية	ü	ü	ü		ü
فلسطين	ü				

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى مواقع الالكترونية لأسواق المالية العربية المدروسة

نستنتج من الجدول (4-9) أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية تتسم بعدم تنوع ومحدودية الأدوات الاستثمارية المعروضة حيث يكاد يقتصر التداول على الأسهم والسندات فقط وهو ما يقلل من حرية المستثمر، المتمثلة في توفر فرصة اختيار الاستثمار بالأشكال التي تتناسب وإمكانياته ومعتقداته وتوجهاته.

ثالثا: ارتفاع درجة تركيز السوق Market concentration

تعتبر ظاهرة تركز السوق من أهم المعوقات التي تؤثر سلبا على سيولته، ويقصد بها انحسار معظم أنشطة السوق بعدد محدود جدا من الشركات، حيث تستحوذ هذه الشركات على نسبة كبيرة من أنشطة التداول والقيمة السوقية، وتعاني أسواق الأوراق المالية العربية من هذه الظاهرة، ويمكن إبراز ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-10):درجة التركيز في أسواق الأوراق المالية العربية (عينة الدراسة) خلال الفترة(2011-2012).

الوحدة:نسبة مئوية

الدولة / درجة التركيز	2011			2012		
	من القيمة السوقية	من حجم التداول	عدد الشركات	من القيمة السوقية	من حجم التداول	عدد الشركات
الجزائر	—	—	—	—	—	—
البحرين	59.73	76.86	5	57.08	69.59	5
مصر	49,90	48,60	12	51,40	60,60	12
الأردن	71,20	49,60	10	71,30	40,60	10
لبنان	67,35	73,68	5	65,80	71,39	5
المغرب	49,40	47,00	4	49,30	45,30	4
قطر	77.39	72.58	10	76.23	64.21	10
السعودية	52,92	32,38	10	52,20	34,69	8
فلسطين	71,32	89,57	5	69,68	87,80	5

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

1-بورصة عمان للأوراق المالية، التقرير السنوي 2011، 2012

2-بورصة قطر للأوراق المالية، التقرير السنوي 2011، 2012

3-بورصة بيروت للأوراق المالية، التقرير السنوي 2011، 2012

4-بورصة البحرين للأوراق المالية، النشرة السنوية 2011، 2012

5-WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, ANNUAL REPORT & STATISTICS 2012

6-Palestine Exchange Investor Monthly Newsletter, Issue 21 December 2011,Issue 33 December 2012

يلاحظ من الجدول (4-10) وجود درجة كبيرة من التركز في الأسواق المالية العربية مقاسا بنصيب أكبر الشركات من إجمالي القيمة السوقية وحجم التداول.حيث نلمس وجود بعض الشركات تسيطر على أغلب تعاملات السوق.

ففي عام 2012 توجد في البحرين 5 شركات كبيرة تستحوذ على 57.08% من القيمة السوقية الإجمالية و 69.59 % من حجم التداول ، نفس الشيء نلحظه في الأردن أين تتركز التعاملات على

10 شركات حيث تحوز على 71.3 % من القيمة السوقية و 40.6 % من حجم التداول. وهكذا باقي الأسواق العربية الأخرى.

إن هذا التركز الكبير في الأسواق المالية العربية يمكن تفسيره بالعوامل التالية:

- احتفاظ كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سميا أسهم شركات القطاع العام

رابعا:انتشار المضاربة

لقد تغلبت طبيعة المضاربة على سلوك المتعاملين بغالبية البورصات العربية، وبعد أن كان النمط السائد هو الاستثمار طويل الأجل، والاعتماد على التوزيعات الدورية للشركات المستقرة والقوية. أصبح كثير من المتعاملين لا ينظرون إلى أداء الشركات وقيمة توزيعاتها، بقدر ما يهمهم تحقيق أرباح سريعة من التعامل، ثم يعاودون نفس الأمر مع أسهم أخرى، أو يعودون لتكرار ذلك مع نفس الأسهم بين الحين والآخر. ومن مخاطر انتشار قيم المضاربة، واستهداف الربح السريع بين المتعاملين بالبورصة نجد أنها تصنع طبقة لها سمات خاصة، من الصعب أن تتخلى عنها بسهولة.فمن تعود على الربح السريع لن يقبل أن يبذل مجهودا من أجل الحصول على العائد، أو أن ينتظر لفترة طويلة حتى يتحقق العائد.و هو الأمر المعتاد في الاقتصاد العيني،سواء في الصناعة أو الزراعة، والنتيجة عزوف هؤلاء عن ممارسة الأنشطة الاقتصادية العادية وتفضيل الربح السريع. والنتيجة الطبيعية أنه عندما تصاب البورصة بالركود أو تحدث بها مشكلة تعطل حصول المضاربين على ما اعتادوا عليه من أرباح سريعة بالبورصة؛ فإنهم يتحركون إلى أسواق أخرى لتحقيق أغراضهم التي تعودوا عليها كسوق العقار، أو الأراضي أو العملات الأجنبية. وتأتي الخطورة هنا أنهم يخلقون طلبا غير حقيقي بتلك الأسواق، مما يدفع الأسعار بها إلى الارتفاع بشكل كبير يحققون من خلاله غرضهم؛ حيث إن تلك الأسعار المرتفعة غير الحقيقية تنعكس سلبيا على الاقتصاد العام بذلك البلد، نتيجة حدوث فقاعة بسوق العقار مثلا سرعان ما تنهار بعد ذلك، أو إحداث حالة من الارتباك نتيجة رفع أسعار العملات الأجنبية، خاصة بالبلدان التي تعاني من خلل في ميزانها التجاري فتزيد تكلفة وارداتها، وترتفع معدلات التضخم بها نتيجة التضخم المستورد، وتتدنى قيمة عملتها المحلية.[1]

[1] ممدوح الولي، الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية-التجربة العربية-، التقرير الاستراتيجي الرابع الصادر عن مجلة البيان بعنوان - العالم الإسلامي عوامل النهضة وآفاق البناء - السعودية 2007، ص 360.

المطلب الثالث: العقبات التنظيمية ،التشريعية والثقافية

هناك العديد من العقبات التنظيمية التي أثرت سلبا على أداء الأسواق المالية العربية، فضلا عن العقبات التشريعية والثقافية ويمكن إيضاحها كما يلي:

أولا: العقبات التنظيمية:

تتميز الأسواق المالية العربية ببعض القصور من الناحية التنظيمية أهمها:

1- غياب المؤسسات الفاعلة في السوق:

من المعلوم أن وجود الإطار القانوني والتنظيمي الخاص بالبورصات وتوفر أدوات استثمارية متنوعة غير كاف لوحده لقيام سوق مالي مستمر ودائم، لذلك كانت الحاجة إلى أجهزة فنية تساعد على تنشيط الحركة في السوق تتمثل بالخصوص في الدور الهام الذي يقوم به الوسطاء في تسيير وتوجيه الأشغال اليومية للسوق وكذلك في دور المؤسسات المالية والاستثمارية بصفتها صانعة السوق التي تعمل على توفير السيولة للسوق وإيجاد التوازن الدائم بين العرض والطلب لتفادي أي هزات ممكنة.

والملاحظ في الأسواق المالية العربية أن دور الوسطاء لا يزال يقتصر على تنفيذ أوامر العملاء فقط. بحيث يعملون بصفة وكلاء للمستثمرين دون أن يساهموا في ترشيد قرارات المستثمرين، وتقديم التوصيات اللازمة لهم.

وبالنسبة لصناع السوق فلا تزال هذه الوظيفة غير قائمة. فصانع السوق هو من يرخص له للعمل باستمرار علي تحديد سعر لسهم معين هو مجموعة من الأسهم بهدف تحقيق سيولة (طلب وعرض) دائمة ومستمرة علي ذلك السهم أو تلك الأسهم.

2- عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح:

إن عدم قيام الشركات المدرجة في البورصة بتقديم قوائمها المالية في المواعيد المحددة أو عدم التزامها بتقديم التقارير الدورية أو تقديم قوائم مالية غير معبرة في بعض الأحيان عن الوضع المالي الحقيقي للشركة ،كلها أمور تعكس قصورا في نوعية وكمية البيانات المقدمة عن الأوراق المالية المتداولة وعن أداء الشركات المصدرة لها مما تؤثر سلبا على مصداقية المعلومات المنشورة.أضف إلى ذلك عدم توفير هذه المعلومات للمستثمر من طرف إدارة السوق بصورة مبسطة بحيث يتسنى للمستثمر فهمها.كما أن انعدام أو قلة الخبراء والمؤسسات المالية المتخصصة ذات الخبرة والقدرة على تحليل البيانات المالية

المنشورة، كلها عوامل لا تمكن المستثمر من القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب.الأمر الذي يجعله يحجم عن الاستثمار في البورصة.[1]

ثانيا: العقبات التشريعية

إن سيادة نظام نمط الشركات المغلقة والعائلية للاستثمارات التي تفضل استمرار السيطرة على ملكية وإدارة المشروعات، أدى إلى انخفاض عدد الشركات المقيدة بالأسواق المالية العربية، وبالتالي ضعف الغرض من إنشائها. فضلا عن عدم ثقة كبار المستثمرين العرب وتخوفهم من استثمار أموالهم في الدول العربية وتفضيلهم توجيه هذه الأموال للاستثمار خارج المنطقة العربية،خاصة مع انخفاض الملاءة المالية للشركات العربية المصدرة للأسهم مقارنه بالشركات الأجنبية الموجودة في البورصات العالمية وجمود بعض التشريعات المحلية فيما يتعلق الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية العربية نظرا لأن القوانين السائدة في الدول العربية تتميز بتشدد كبير بخصوص الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية سواء من حيث طرح الأوراق المالية في سوق الإصدار أو التداول في السوق الثانوي.

أضف إلى ذلك غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة سوق المال التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة ،إضافة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها كإحدى مؤسسات القطاع العام.[2]

ثالثا: العقبات الثقافية

لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بعض الحرج الديني خاصة السندات باعتبارها قرضا ربويا، حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة بتاريخ 9–4 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.[3] كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

[1] أميرة حسب الله محمد سليمان،محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، شؤون عربية العدد 119،مصر 2004، ص 164.

2 إبراهيم أونور، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية،مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت 2011، ص 10

[3] جاسم علي الشامسي ،سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص743.

المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية

لقد تعددت المداخل التي يمكن من خلالها تطوير أداء أسواق الأوراق المالية العربية وكلها تتداخل مع بعضها البعض وتتكامل فمنهم من يركز على تطوير الجانب التنظيمي والآخر على الجانب التشريعي وآخر يهتم بتحسين البيئة الاقتصادية ،وكما ذكرنا سابقا فإن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من محدودية تنوع الأدوات المالية،أضف إلى ذلك امتناع فئة من المستثمرين عن الاستثمار في الأدوات المالية التقليدية ،ومن هذا المنطلق سنركز في هذا المبحث على أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية في زيادة الاستثمار في الأسواق المالية العربية من خلال توفير فرص التنويع وتلبية رغبات تلك الفئة من المستثمرين الذين يودون استثمار أموالهم وفق الطرق المشروعة.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

تؤدي الهندسة المالية الإسلامية دورا مهما في تزويد المتعاملين بالأدوات المالية الإسلامية الحديثة التي تمكنهم من تنفيذ خططهم الاستثمارية بما يتلاءم مع أهدافهم الاستثمارية.

أولا:تعريف الهندسة المالية الإسلامية

هي مجموعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من العمليات والأدوات المالية المبتكرة إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشريعة الإسلامية.[1]

ثانيا: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تهـــدف الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية:[2]

1- المصداقية الشرعية:

تعني المصداقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشريعة بأكبر قدر ممكن، و هذا يتضمن الابتعاد الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، و إنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان.

[1] مصطفى إبراهيم عبد النبي ،أضواء على الهندسة المالية الإسلامية،مجلة المصرفي ،العدد 52 ، جويلية 2009،ص 38

[2] إبراهيم سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث،شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، أفريل 2004،ص 17.

2- الكفاءة الاقتصادية:

يقصد بها مدى القدرة على تلبية الاحتياجات الاقتصادية و منافسة الأدوات التقليدية. بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية.فتسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة والتقدم التكنولوجي تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل حد ممكن من القيود والالتزامات.

ثالثا: مناهج الهندسة المالية الإسلامية

هناك منهجان يمكن للمؤسسات استخدامهما في تقديم منتجات الهندسة المالية هما:[1]

1- المحاكاة:

تعني أن يتم سلفا تحديد النتيجة المطلوبة من منتج صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي.وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات فإن المنهجية التي تتبعها قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات التقليدية.

ولهذه المنهجية مزايا، فأبرزها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، فلا يتطلب الأمر الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها. إلا أن عيوبها تتمثل فيما يلي:

- أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية .ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمل المؤسسات المالية هذه التكلفة على العميل،لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات الربوية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.
- إن المنتجات التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأمراضها، لذا فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا بدوره يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة الإسلامية في النهاية تعاني من نفس أمراض وأزمات الصناعة التقليدية.
- أي منتج من منتجات الهندسة المالية التقليدية هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة .فمحاولة تقليد هذه المنظومة يجر الصناعة الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة التقليدية، وهو ما يجعل الصناعة الإسلامية مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للصناعة التقليدية.

[1] . السويلم، سامي إبراهيم المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد، جريدة الاقتصادية، العدد 4730، 23 سبتمبر 2006.
http://www.aleqt.com/2006/09/23/article_57834.html

2- الأصالة والابتكار:

تعني البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها.وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها .ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية. والتكلفة غالبا تكون مرتفعة في بداية تطبيق المنتج، ثم بعد ذلك تنخفض التكاليف.

بالإضافة على أنه يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية مادامت تفي بمتطلبات المصداقية الشرعية.

رابعا: متطلبات الهندسة المالية الإسلامية

لكي تنجح صناعة الهندسة المالية الإسلامية لابد من توفر المتطلبات التالية:[1]

1- الوعي:

يقصد به الوعي بالسوق وأحواله بأن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات الأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف.

2- الإفصاح:

يقصد به بيان المعاملات وشفافيتها التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها، وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلا أو التحايل على الربا أو القمار.

3- المقدرة والالتزام:

تعني وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، والالتزام بالشريعة الإسلامية.

خامسا: محددات الهندسة المالية الإسلامية

تحتاج السوق المالية الإسلامية إلى مؤسسات مالية متطورة تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعميلات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية التميز في تقديم منتجاتها المالية، وتحقق لها التفوق والأسبقية على المؤسسات المالية التقليدية.

إضافة إلى ذلك ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات المالية في هذه الأسواق، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.

[1] مصطفى إبراهيم عبد النبي، مرجع سابق،ص 39.

ولكي يتحقق ذلك لابد من تحقق المحددات التالية:[1]

1- المحدد الأول:

الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح وكامل لا يقبل التأويل، وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والمشاركات.

2- المحدد الثاني:

أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما أنه لا يجوز استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل التأكيد.

3- المحدد الثالث:

ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في المشروعات ذات المصلحة العامة.

المطلب الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

توفر الهندسة المالية الإسلامية مجموعة كبيرة من الأدوات المالية الإسلامية تتمثل في ما يلي:

أولا: الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي نمت وانتشر التعامل بها في كثير من الأسواق المالية الدولية ويمكن التطرق لها على النحو التالي:

1-تعريف الصكوك الإسلامية:

هناك عدة تعاريف للصكوك الإسلامية أبرزها:

التعريف الأول:

تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.[2]

[1] عمار، منى محمد الحسيني. الهندسة المالية في الفكر التقليدي و الفكر الإسلامي دراسة مقارنة. مجلة البحوث التجارية، جامعة الزقازيق - مصر ، المجلد 34, العدد الأول 2012،ص453

[2] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار،البحرين 2010،ص 238.

التعريف الثاني:

يعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة بإصدار صكوك ملكية رأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.[1]

التعريف الثالث:

يعرف حسين حامد الصكوك الإسلامية بأنها سندات تمثل حصصا متساوية في ملكية مال، تصدرها الجهة البائعة لهذا المال لاستيفاء ثمنه من حصيلتها، أو تصدرها الجهة الراغبة في استثمار هذه الحصيلة، بصيغ استثمار شرعية، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عنهما، ويكون إصدارها لآجال محددة متفاوتة حسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسها، وتكون قابلة للتداول والتحول إلى نقود عند الحاجة.[2]

ومنهم من عرفها التصكيك على أنه عملية تحويل الأصول المنقولة شرعا إلى صكوك مالية منقولة مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن تكون محلها غالبة أعيانا، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدود وليس خاليا من المخاطر.[3]

من خلال ما سبق يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها وثائق يتم إصدارها بقيمة إسمية متساوية على أساس صيغ التمويل الإسلامي ،قابلة للتداول بالضوابط الشرعية.

2- خصائص الصكوك الإسلامية

للصكوك عدة خصائص أهمها:[4]

أ- تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في الموجودات

تمثل الصكوك حصصا شائعة في ملكية موجودات لها عائد ولا تمثل دينا في ذمة مصدرها. وقد تكون هذه الموجودات أعيانا أو منافع أعيان أو خدمات وقد تكون نقودا أو ديونا في ذمة الغير.

---

[1] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة،القرار رقم 30(4/5)،العنصر الرابع، بند (09)،مجلة المجتمع، العدد الرابع، 1809/3، جدة، 1988.

2 حسان حسين حامد ،صكوك الاستثمار الإسلامي، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي الدورة التاسعة عشر – الشارقة ، الإمارات العربية المتحدة 30 – 26أفريل 2009

[3] فتح الرحمن علي، محمد صالح. دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008م، ص05

[4] أحمد إسحاق الأمين حامد ،الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها ،رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، جامعة اليرموك ،الأردن 2005 ،ص 29

ب- استحقاق الربح وتحمل الخسارة:

تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وفق مبدأ " الغنم بالغرم " ويعني ذلك أن حامل الصك يجب عليه أن يتحمل أعباء ملكيته المتمثلة في الصك كالمصاريف الاستثمارية أو هبوط في القيمة.

ج- تصدر بفئات متساوية:

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصا متساوية في ملكية حصص شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله.

د- قابلة للتداول:

تعتبر ورقة المالية الإسلامية قابلة للتداول بالضوابط الشرعية؛ أي البيع والشراء بالأسعار السائدة وقت التداول، والتي تتحدد وفقا للمركز المالي للمشروع الذي يعلنه البنك أو المستثمر في فترات دورية متقاربة.

ه- تستثمر الصكوك في نشاط مباح:

تعد ورقة مالية منضبطة بالضوابط الشرعية ،حيث تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي لا يصح إصدارها لتمويل مشاريع محرمة.

و- تصدر على أساس صيغ التمويل الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية عن سائر الأوراق المالية التقليدية في كونها تصدر وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي،وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها ،وتحكمه ضوابط وأحكام تلك الصيغة.

3- الفرق بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية

يمكن توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-11) : مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات

عنصر المقارنة	الأسهم	السندات	الصكوك الإسلامية
الشكل القانوني	ملكية حصة شائعة من الأصول	قرض بفائدة ثابتة	ملكية حصة شائعة من الأصول
العائد	المشاركة في الربح والخسارة	سعر الفائدة	المشاركة في الربح والخسارة
التداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول باستثناء صكوك الدين
درجة المخاطرة	مرتفعة	منخفضة	تعتمد على طبيعة الأصول

المصدر : زاهرة علي محمد بني عامر،التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، دار عماد الدين للنشر والتوزيع الأردن الطبعة الأولى 2009، ص 245.

4- أنواع الصكوك الإسلامية:

تشتمل الصكوك الإسلامية على عدة أنواع هي :

أ- صكوك المرابحة:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة لصكوك.[1] والمرابحة هي صيغة (مفاعلة) من الربح، وهي بيع بزيادة ربح على الثمن الأول، وصيغ المفاعلة للمشاركة، وهي هنا اشتراك البائع والمشتري في قبول الإرباح بالقدر المحدد، وهي نوع من أنواع بيوع الأمانة التي يقوم فيها البيع على أساس (رأس المال) ، وهو ثمن شراء السلعة أو (التكلفة) وهي ما قامت به السلعة على البائع.ففي بيع المرابحة يتم عقد البيع بإضافة نسبة مئوية معلومة أو مبلغ مقطوع على رأس المال أو التكلفة.[2]

- ضوابط صكوك المرابحة:

يجب أن تكون صكوك المرابحة محكومة بالضوابط التالية:[3]

- المصدر لصكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مرابحة ، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها.
- تكون بضاعة المرابحة في ملك وحيازة مدير الإصدار، بصفته وكيلا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول، وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحة ، فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه البضاعة، ثم يمثل حصة في ثمنها.
- يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة وثمن بيعها مرابحة على أقساط.
- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري لأنها تمثل دينا عندئذ.
- تراعى ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي يتخلف عنها ديون في ذمة الغير.

---

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 5/3 ص 239.

[2] عبد الستار أبو غدة ، أسلوب المرابحة والجوانب الشرعية التطبيقية في المصارف الإسلامية،مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد الخامس.

[3] فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر ،الشارقة الإمارات 2009 ،ص28.

- يجوز تداول صكوك المرابحة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري، مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط، ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.

ب- صكوك السلم:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك،والمصدر لها هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هو ثمن سلعة الشراء (رأس مال السلم) ، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.[1]

وتصدر وفق صيغة بيع السلم وهو بيع عوض موصوف في الذمة إلى أجل معلوم، بثمن معجل معلوم.[2]

- ضوابط صكوك السلم:

يجب أن تشتمل صكوك السلم على شروط بيع السلم التالية:[3]

- أن يكون المسلم فيه مما يمكن ضبط قدره،كأن يكون مكيلا أو موزنا.
- أن يكون الأجل معلوما ،وأن يكون المسلم فيه موجودا عند حلول الأجل.
- أن يقبض رأس مال السلم (الثمن) في مجلس العقد قبل التفرق.
- تعيين مكان الإيفاء إذا كانت السلعة تحتاج إلى حمل ومؤنة.
- تجنب ما يجري فيه الربا وعليه فلا يجوز في إجراء معامله سلم النقدين (الذهب والفضة) لأنه يفضي إلى الربا النسيئة ولا فيما يفضى إلى ربا الفضل مثل إسلام تمر بتمر أو بر ببر لأنه يشترط في ذلك التماثل وهذا ما لا ينطبق في السلم.
- لا يمكن تداولها بيعا وشراء في السوق الثانوية، وبذلك يقتصر استخدام صكوك السلم في السوق الأولية فقط. لأنها من قبيل الديون كما قرر ذلك مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم (7/1/64) في دورته السابعة في ما نصه:لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلما قبل قبضها.[4]

---

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 3/3 و 3/5/1/5، ص 239، 241.

[2] سعود بن ملوح العنزي ،الصكوك الإسلامية،ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة،أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله،الجامعة الأردنية 2010،ص 88.

[3] سعود محمد عبد الله الربيعة ، التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي ،أطرحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي،جامعة أم القرى مكة المكرمة 1996 ص 288-297.

[4] فؤاد محمد أحمد محيسن،مرجع سابق،ص 27.

ج- صكوك الإستصناع:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.والمصدر لها هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الإستصناع الموازي، [-] إن وجد.[1]

وتصدر وفق صيغة الإستصناع وهو عقد على مبيع في الذمة يشترط فيه العمل على وجه مخصوص وتتمثل أركانه في المستصنع وهو طالب الصنعة،و الصانع ،والسلعة المصنوعة،والثمن المدفوع من طرف المستصنع.[2]

- ضوابط صكوك الإستصناع:

تخضع صكوك الإستصناع لشروط عقد الإستصناع التالية:[3]

- أن يكون المصنوع معلوما، وذلك بتحديد مواصفات الشيء المطلوب صناعته تحديدا دقيقا يمنع التنازع عند التسليم.
- أن يكون المصنوع مما تدخله الصناعة، فلا يصح في البقول والحبوب ونحو ذلك.
- أن تكون المواد المستخدمة في الشيء المصنوع من الصانع، فإذا كانت من المستصنع فإنه يكون عقد إجارة لا عقد إستصناع.
- بيان الثمن جنسا وعددا بما يمنع التنازع، فالجنس: كالدينار الجزائري، والعدد: كالألف.
- بيان مكان تسليم المبيع إذا احتاج إلى ذلك .

[-] الإستصناع الموازي: هو عقد إستصناع يبرم بين البنك بصفته مستصنعاً وبين المقاول بصفته الصانع الفعلي ، ويبرم البنك هذا العقد على ضوء إبرام عقد آخر هو عقد الإستصناع الأصلي بين العميل المستصنع والبنك بصفته صانعاً ويشترط في الحالتين عدم الربط بين العقدين فتكون هناك علاقة تعاقدية مستقلة بين البنك والعميل وعلاقة عقدية أخرى مستقلة بين البنك والمقاول أو الصانع الفعلي .

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 4/3 و 4/5/1/5، ص 239، 241.

[2] كاسب بن عبد الكريم البدران ، عقد الإستصناع أو عقد المقاولة في الفقه الإسلامي ... دراسة مقارنة ،مطابع الشريم،الدمام المملكة العربية السعودية ،الطبعة الثانية 1984. ص 56،61

[3] موسى عمر مبارك أبو محيميد ،مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل، أطروحة دكتوراه الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 2008، ص 80.

د- صكوك المضاربة:

- تعريفها:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.و المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأسمال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.[1]

ويتم إصدارها وفقا لصيغة عقد المضاربة أو القراض وهو اتفاق بين طرفين يبذل أحدهما فيه ماله ويبذل الآخر جهده ونشاطه في الاتجار والعمل بهذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، من النصف أو الثلث أو الربع.[2]

- ضوابط صكوك المضاربة:

حتى يصح التعامل بصكوك المضاربة لابد من توفر الضوابط التالية:[3]

- أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله.
- أن يقوم العقد في صكوك المضاربة على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك ، وأن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة.
- أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة من حيث بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار، على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.
- أن يكون المضارب (عامل المضاربة) هو من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك، فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس.
- أن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة، لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.
- ليس لحملة الصكوك الحق في إدارة المشروع، لأن الإدارة حق خالص للمضارب.

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 2/6/3 و 7/5/1/5، ص 239، 241.

[2] حسن الأمين ، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة ،المعهد الإسلامي للتنمية جدة 1421 هـ ،ص 19.

[3] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة،القرار رقم 30(4/5)،العنصر الرابع، بند (09)،مجلة المجتمع، العدد الرابع، 1809/3، جدة، 1988.

- يجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء استثمار حصيلة الصكوك وحتى تاريخ التصفية، ولا يمنع من جواز التداول ما قد يحدث خلال عمليات الاستثمار من وجود ديون أو نقود مع الأعيان والمنافع تقتضيها طبيعة الاستثمار، وإن زادت النقود والديون عن الأعيان والمنافع.
- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح، فإن وقع كان العقد باطلا.

ه- صكوك المشاركة:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة. ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك ،وتدار الصكوك على أساس الشركة،أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار. فالمصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين،أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة،و يملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها و غرمها، ويستحقون حصتهم في أرباحها إن وجدت.[1]

ويتم إصدارها على أساس عقد المشاركة وهو اشتراك شخصين أو أكثر في القيام بمشروع معين من خلال مساهمة كل منهم فيه سواء برأس المال أو بالعمل وتقاسم ما ينجم عن نشاطه من ربح أو خسارة و الشركة لها شخصية اعتبارية مستقلة قانونا، و لها ذمة مالية مستقلة عن ذمة المشاركين فيها و حسب أنواع الشركات.[2]

- ضوابط صكوك المشاركة:

تخضع صكوك المشاركة لشروط عقد المشاركة التالية:[3]

- أهلية المتعاقدين.
- أن يتم تقديم رأس المال من الطرفين و لا يشترط فيه التساوي بينهما.
- أن يكون رأس المال معلوما و موجودا و لا يجوز أن يكون دينا في ذمة أحد الشركاء.

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 1/6/3 و 6/5/1/5، ص 239، 241.

[2] خلف فليح حسن، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، الأردن، 2006، ص 248

[3] مصطفى كمال السيد طايل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006،ص 191

- أن يكون رأس المال نقدا وأجاز فقهاء المالكية والحنابلة أن يكون من العروض شريطة تقويمها بالنقود الجارية وقت المشاركة، و رأي الكثير من الفقهاء المعاصرين.
- تحديد نسب توزيع الربح بين الشركاء ولا يشترط تناسبا مع نسبة المساهمة في رأس المال.
- أن يكون الربح نسبة شائعة من جملة الربح فإن عينه أحدهم أو جعل من نصيبه شيئا بطلت المشاركة.
- يتم توزيع الخسائر بنسبة مساهمة كل طرف في رأس المال و لا يجوز الاتفاق على غير ذلك.
- إذا كانت الخسارة بسبب تعدي أو تقصير أحد الطرفين فيتحملها لوحده.
- وعقد المشاركة عقد جائز غير لازم، بمعنى أنه يحق لكل شريك أن يفسخ العقد مع عدم الإضرار بالشريك الآخر، فإن ترتب على الفسخ ضررا منع الفسخ حتى يزول المانع تماشيا مع القاعدة الشرعية لا ضرر و لا ضرار كما تنتهي الشركة بموت أحد الشريكين أو جنونه أو انتهاء الأجل المحدد للشركة.

و - صكوك المزارعة:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.و المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض(مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشتريت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.[1]

ويتم إصدارها وفق عقد المزارعة و هو دفع الأرض إلى من يزرعها أو يعمل عليها والزرع بينهما.[2]

- ضوابط صكوك المزارعة

عند إصدار صكوك المزارعة يجب مراعاة شروط عقد المزارعة التالية:[3]

- أن يتمتع العاقدين بالأهلية

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 7/3 و 9/5/1/5، ص 239، 241.

[2] سعود بن ملوح العنزي ، مرجع سابق ،ص 175.

[3] وليد خالد الربيع ، عقد المزارعة في الفقه الإسلامي سلسلة البحوث الفقهية المحكمة ، مكتبة أهل الأثر الطبعة الأولى الكويت 1431هـ ،ص 40-53.

- أن تكون الأرض معلومة و صالحة للزراعة.
- أن تكون مملوكة للعاقد ويتم تسليمها للعامل.
- أن يكون البذر معلوم القدر و الجنس والنوع والصفة.
- أن تكون مدة العقد معلومة.
- أن يكون نصيب كل من رب الأرض والعامل من الخارج من الأرض معلوم القدر بالنسبة كالثلث والربع ونحو ذلك.

ز- صكوك المغارسة:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. والمصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.[1]

و المغارسة هي عقد على غرس شجر في أرض بعوض معلوم.[2]

- ضوابط صكوك المغارسة:

يجب أن تتضمن نشرة إصدار صكوك المغارسة شروط عقد المغارسة التالية:[3]

- أن يغرس العامل في الأرض أشجارا ثابتة الأصول.
- أن تتفق أصناف الشجر أو تتقارب في مدة إثمارها، فإن اختلفت اختلافا بينا لم يجز.
- لا يكون أجلها إلى سنين كثيرة، فإن ضرب لها أجل إلى ما فوق الإثمار لم يجز وإن كان دونه جاز.
- أن يكون للعامل حقه من الأرض والشجر، فإن كان له حظه من أحدهما خاصة لم يجز، إلا إذا جعل له المالك مع الشجر مواضعها على الأرض دون سائر الأرض.

---

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، **الفقرة 9/3 و 11/5/1/5**، ص 239، 242.

[2] وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالكويت الموسوعة الفقهية الكويتية، الجزء 31 مطابع دار الصفوة للطباعة والنشر والتوزيع - مصر 1994ص 173.

[3] عبد القادر شاشي، العقود الإسلامية الممكنة لتمويل الزراعة ،المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية،البحرين 7-8 ماي 2012، ص15.

ü أن لا تكون المغارسة في أرض موقوفة،وأن تكون الأرض معلومة و صالحة لغرس الأشجار.

ح- صكوك المساقاة:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد. والمصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر. وقد يكون المصدر هو المساقي (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.[1]

و المساقاة هي أن يدفع الرجل الشجر إلى من يصلحه بجزء معلوم من ثمره.[2]

- ضوابط صكوك المساقاة:

يجب مراعاة الضوابط التالية في صكوك المساقاة:[3]

- أهلية المتعاقدان،والإيجاب والقبول فالإيجاب هو الاكتتاب فيها والقبول هو الدعوة للاكتتاب.
- أن يكون للشجر المدفوع للعامل ثمر يزيد بالعمل.
- تحديد مدة المساقاة، و التخلية بين العامل وبين الشجر المعقود عليه الذي فيه الثمر.
- تحديد نسب توزيع العائد بينهما، ولو شرط جزءا معينا لأحدهما أو جهل مقدار الحصص فسد العقد.

ط- صكوك الإجارة:

- تعريفها:

هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا لها.[4]

---

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 8/3 و 10/5/1/5، ص 239، 242.

[2] أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد،رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية،معهد الدعوة الجامعي لبنان 2009 ،ص 93

[3] وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالكويت، الموسوعة الفقهية الكويتية،الجزء 37،مطابع دار الصفوة للطباعة والنشر والتوزيع مصر 1995،ص 116

[4] محمد مبارك البصمان ،صكوك الإجارة الإسلامية دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية،دار النفائس للنشر والتوزيع عمان 2010ص 21.

- أنواع صكوك الإجارة

هناك عدة أنواع لصكوك الإجارة تتمثل في:

– صكوك ملكية الأصول المؤجرة:

هي وثائق متساوية القيمة قابلة للتداول تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثائق ويترتب عليهم مسؤولياتها.[1]

– صكوك ملكية المنافع:

وثائق متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع أعيان معينة ،أو موصوفة في الذمة مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثائق ،ويترتب عليهم مسؤولياتها.[2]وتنقسم بدورها إلى قسمين هما:[3]

Ã صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة:

ولها صورتان هما:

- **Ü** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
- **Ü** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بغرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

Ã صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها. وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

– صكوك ملكية الخدمات

هي وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، غير قابلة للتجزئة تمثل حصصا شائعة في ملكية خدمة (عمل) من جهة معينة أو موصوفة في الذمة.[4] وهي نوعان: [5]

---

[1] حامد بن حسن بن محمد علي ميرة ،صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية،دار الميمان للنشر والتوزيع ،القاهرة2010،ص 315.

[2] عبد الله بن محمد العمراني،محمد بن إبراهيم السحيباني،التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية،حالة صكوك الإجارة،كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية 2013 ،ص 11.

[3] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 2/3 و 10/5/1/5، ص 238.

[4] حامد بن حسن بن محمد علي ميرة،مرجع سابق،ص 335.

[5] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، الفقرة 2/3 .

Ã صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

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

Ã 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 الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

- ضوابط صكوك الإجارة:

لصكوك الإجارة عدة ضوابط أهمها:[1]

- لا يمثل صك الإجارة مبلغا محددا من النقود، ولا هو دين على جهة معنية، وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءا شائعا (سهما) من ملكية عين، كعقار أو طائرة أو باخرة، أو مجموعة من الأعيان– المتماثلة أو المتباينة – إذا كانت مؤجرة، تدر عائدا محددا بعقد الإجارة.
- يمكن لصكوك الإجارة أن تكون اسميةأو لحاملها
- يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة وتداولها إذا توافرت فيها شروط الأعيان التي يصح أن تكون محلا لعقد الإجارة كعقار وطائرة وباخرة ونحو ذلك.
- يجوز لمالك الصكوك بيعها في السوق الثانوي لأي مشتر، بالثمن الذي يتفقان عليه.
- يستحق مالك الصك حصته من العائد (وهو الأجرة) في الآجال المحددة في شروط الإصدار منقوصا منها ما يترتب على المؤجر من نفقة، وفق أحكام عقد الإجارة.
- يجوز للمستأجر الذي له حق الإجارة من الباطن أن يصدر صكوك إجارة تمثل حصصا شائعة في المنافع التي ملكها بالاستئجار بقصد إجارتها من الباطن، ويشترط لجواز ذلك أن يتم إصدار الصكوك قبل إبرام العقود مع المستأجرين.
- لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده، وإذا هلكت الأعيان المؤجرة كليا أو جزئيا فإن غرمها على حملة الصكوك.
- يجوز في إجارة المنافع الموصوفة في الذمة والخدمات تعجيل الأجرة وتقسيطها وتأجيلها.
- لا تستحق الأجرة في إجارة المنافع الموصوفة في الذمة إلا بتمكين المستأجر من المنفعة.

[1] مجمع الفقه الإسلامي الدولي،قرار رقم 137 (15/3)،بشأن صكوك الإجارة، الدورة الخامسة عشر، مسقط 14 -19 محرم 1425هـ، قرار رقم 196 (2/21)، بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة الحادية والعشرون، الرياض 15 -19 محرم 1435هـ

- يجب أن لا يؤدي ما سبق إلى بيع الدين بالدين ، أو إلى ربح ما لم يضمن ، أو إلى بيع ما ليس عند البائع المنهي عنها شرعا.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة. إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون. فإذا تعين الطرف جاز تداولها
- لا يجوز تداول الصكوك التي تمثل أعيانا تستصنع مع تأجيرها إجارة موصوفة في الذمة قبل البدء الحقيقي للشيء المستصنع.

ي- صكوك الوكالة بالاستثمار:

- تعريفها:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع معين أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط،ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.[1]

والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار مقابل أجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

وهي قائمة على عقد الوكالة في الفقه الإسلامي، الذي يقصد به إقامة الشخص غيره مقام نفسه في تصرف مملوك له معلوم قابل للنيابة، مثل أن يقول شخص لآخر بع هذا الشيء نيابة عني، فإذا قبل صار وكيلا.[2]

- ضوابط صكوك الوكالة بالاستثمار:

يجب مراعاة ضوابط عقد الوكالة التالية عند إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار:[3]

- يشترط أن يكون الموكل مالكا للتصرف الذي يوكل فيه حين التوكيل.
- يجب تعيين الوكيل العاقل فلا يصح توكيل المبهم،و أن يكون قابلا للنيابة شرعا.
- أن يكون الموكل فيه معلوما.
- الإيجاب والقبول فالإيجاب هو الاكتتاب فيها والقبول هو دعوة الجهة المصدرة للاكتتاب.

---

[1] أشرف محمد دوابة ، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق ،دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة 2009،ص 45.

[2] حماد بن عبد الله الحماد،عقد الوكالة في الفقه الإسلامي وتطبيقاته في كتابات العدل بالمملكة العربية السعودية،مجلة العدل العدد 23 رجب 1425 هـ ،ص 133.

[3] نفس المرجع ص 138-143 بتصرف.

ثانيا: الأسهم النقية:

يقصد بها أسهم شركات المساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة.وذلك استنادا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي الذي فصل في حكم المساهمة في الشركات على النحو التالي:[1]

2- .بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أنشطة مشروعة أمر جائز.

3- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.

4- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات،كالربا ونحوه،بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة

ثالثا:صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية

تعد صناديق الاستثمار إحدى الآليات الحديثة والمهمة لجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات للمساهمة في عملية التنمية، لذا كان لابد من التطرق على كيفية جذب تلك المدخرات في صناديق الاستثمار الإسلامية.

1- تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:

هي أوعية مالية تتولى جمع مدخرات المستثمرين وتوجيهها نحو الاستثمار من خلال أساليب الاستثمار الإسلامية المتنوعة، وصولا إلى عوائد مناسبة وفق أحكام الشريعة الإسلامية.[2]

2- تعريف صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية:

يتم تحصيل رأس المال الصندوق الاستثمار الإسلامي من خلال طرح صكوك الاستثمار وهي أوراق مالية تصدر بقيمة إسمية متساوية تمثل حصة نسبية في صافي أصول الصندوق ،قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بالقيمة السوقية، يحق لأصحابها المشاركة في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق، بحسب عدد الوثائق المملوكة. إذ أن العلاقة بين إدارة الصندوق والمكتتبون في رأس المال قائمة على عقد المضاربة في الفقه الإسلامي، إذ يعتبر مدير الصندوق العامل أو المضارب،وحملة الصكوك في مجموعهم يمثلون رب المال.[3]

---

[1] علي أحمد السالوس،موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي،مكتبة دار القرآن للنشر والتوزيع،قطر 2002،ص 482.

[2] عبد المجيد الصلاحين ،صناديق الاستثمار الإسلامية ،مفهومها خصائصها وأحكامها، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة 6- 9 مارس 2007 ،ص 3

[3] أشرف محمد دوابة ،دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية،دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع،القاهرة 2006 ،ص 189 ،191،بتصرف.

المطلب الثالث: دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الأسواق المالية العربية.

إن التنوع في المنتجات المالية الإسلامية يمكن أن يسهم بشكل كبير في تطوير أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومن أبرز تلك المنتجات نجد الصكوك الإسلامية التي لها المقدرة على تحقيق هذا الهدف وذلك لما تمتاز به من التنوع والتعدد.

أولا: أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية

يمكن أن تؤدي الصكوك الإسلامية دورا هاما في تنشيط سوق الأوراق المالية وذلك على النحو التالي:

1-دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأولية:

إن للصكوك أهمية كبيرة في تنشيط السوق الأولي، لما توفره من ميزات متنوعة للجهة المصدرة للصكوك أهمها:[1]

أ- مصدر تمويلي خارج الميزانية :

تعتبر الصكوك خاصة صكوك إجارة الأعيان المؤجرة بأنها أداة تمويل خارج الميزانية، حيث أن صكوك ملكية الأعيان المؤجرة ، والموعود بتمليكها في نهاية مدة الصكوك مملوكة لحملة الصكوك طوال مدة التصكيك، والواجب في ذمة الشركة المصدرة لها إنما هو دفع الأجرة لحملة الصكوك فحسب وهي نفقة إيرادية. وذلك على العكس في حال اقتراض تلك الجهة لتمويل شراء بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة في قائمة المطلوبات لكونها نفقة رأسمالية. وتلجأ الشركة إلى الصكوك عندما تتاح لها فرص استثمارية ذات مردود إيجابي ولكن تركيبة هيكل رأس مالها تحد من قدرتها في الحصول على التمويل اللازم كارتفاع نسبة الديون .

ب- التمويل بالصكوك لا يؤثر على الحد الائتماني للشركة في البنوك:

نظرا لأن كثيرا من الشركات تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك ، مما يصعب من مهمتها في الحصول على التمويل فإنه يمكنها أن تمول أنشطتها الاستثمارية من خلال الصكوك الإسلامية التي تفتح لها أبواب ائتمانية جديدة.

[1] حامد بن حسن بن محمد علي ميرة،عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية دراسة تأصيلية تطبيقية،أطروحة الدكتوراه ،،جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،السعودية 1432 هـ ، ص303.

ج- أداة لتمويل المشاريع التنموية

تتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها مما يجعلها تلاءم قطاعات اقتصادية واسعة، خاصة مشاريع البنية التحتية والمشاريع التنموية والاستثمارية وغيرها من المشروعات ذات الآجال الطويلة والمردود القليل، مما لا تسعى لتمويله المؤسسات المصرفية.

2- دور الصكوك في تنشيط سوق التداول:

توفر الصكوك مزايا عديدة لحامليها مما تعمل على استقطاب عدد كبير وبالتالي زيادة عمق السوق ومن أبرز تلك المزايا نجد:

أ- أداة لتنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية:

تؤدي الصكوك دورا هاما في إدارة مخاطر الاستثمار من خلال عملية التنويع في المحافظ الاستثمارية. فقد كان الكثير من المستثمرين يلجأ للاستثمار في السندات باعتبارها أوراق مالية قليلة المخاطر وذات استقرار كبير وقابلية تسييل عالية، ليوائم بينها وبين الأسهم ذات المخاطر العالية في المحفظة الاستثمارية التي يشكلها إلا إن اشتمال تلك المحافظ الاستثمارية على السندات كان محل تحفظ واستشكال شرعي من كثير من المستثمرين، كون أن السندات ربوية. ولذلك فإن تعويضها بالصكوك الإسلامية سيحقق الهدف الاستثماري المشروع وهو تنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية وبأداة مالية شرعية.

ب-أداة للتحكم في السياسة النقدية:

حيث يمكن للسلطات النقدية استخدام الصكوك في تنظيم كمية النقود الموجودة في السوق من خلال إصدارها وبيعها وشرائها في إطار عمليات السوق المفتوحة.

ج- أداة فاعلة في التعامل بين البنوك الإسلامية والبنوك المركزية:

حيث يمكن استخدام الصكوك عوضا عن السندات التقليدية في إدارة السيولة باستخدام اتفاقيات البيع وإعادة الشراء.

ثانيا: واقع سوق الصكوك في الأسواق المالية العربية

لقد نمى سوق الصكوك العالمية واتسع بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة، حيث توظف الشركات والحكومات الصكوك للحصول على التمويل وفق أدوات متوافقة مع الضوابط الشرعية، بهدف تلبية احتياجات المستثمرين لتنويع المحفظة الاستثمارية. غير أن إصدار الصكوك في الدول العربية لا يزال محدودا وينحصر بشكل كبير في دول مجلس التعاون الخليجي مما لا يتيح إمكانية الاستفادة من تلك الأدوات في تنمية الأسواق المالية العربية وهذا ما نلمسه في الجدول التالي:

الجدول (4-12): تطور سوق الصكوك في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة [2007- 2013]

الوحدة: مليار دولار أمريكي

السنة / الدولة		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
السعودية	القيمة	5,68	1,87	3,11	3,00	2,76	10,52	16,52
	%	14,87	9,24	9,05	5,58	3,23	7,54	14,28
البحرين	القيمة	1,14	0,89	1,48	0,70	2,55	1,28	1,59
	%	2,97	4,39	4,30	1,30	2,98	0,92	1,37
قطر	القيمة	0,3	0,14	0	2,12	9,28	5,45	2,08
	%	0,78	0,68	0,00	3,95	10,84	3,91	1,79
ماليزيا	القيمة	26,53	5,90	10,42	33,79	58,85	102,02	78,18
	%	69,41	29,08	30,31	62,79	68,77	73,10	67,59
العالمي		**38,22**	**20,28**	**34,38**	**53,82**	**85,58**	**139,55**	**115,67**

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى :

1- Zawya Sukuk Quarterly Bulletin, Issue 20 - 4Q 2013.
2- Zawya Sukuk Quarterly Bulletin, Issue 12 - 4Q 2011.
3-Zawya Sukuk Quarterly Bulletin, Issue 16 - 4Q 2012.

من خلال الجدول نلمس زيادة حجم سوق الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة [2007- 2013]، بالتزامن مع الإقبال الواسع على هذه الأداة التمويلية التي تلقى رواجا كبيرا في الأسواق العالمية، بعدما بلغ حجم سوق الصكوك الأولية العالمية نحو 115.67 مليار دولار خلال عام 2013 بزيادة قدرها 203 % عن قيمتها خلال عام 2007 والبالغ 38.22 مليار دولار.

أما في الدول المختارة فقد بلغ حجم إصدار الصكوك نحو 16.52مليار دولار،1.59 مليار دولار، 2.08 مليار دولار في عام 2013 في كل من السعودية،البحرين وقطر على التوالي بنمو قدره 191 % ، 40 %،592 % عن عام 2007 حين بلغ حجم الصكوك المصدرة 5.68 مليار دولار، 1.14 مليار دولار، 0.3 مليار دولار في تلك الدول على التوالي.إلا أن حصة تلك الدول من حجم سوق الصكوك العالمية لا تزال ضئيلة فقد بلغ متوسط الحصة السوقية خلال الفترة [2007-2013] في كل من السعودية، البحرين وقطر نحو 8.92 %،1.98 %،3.97% على التوالي.

بقي أن نشير إلى أن ماليزيا تعتبر من أكبر مصدري الصكوك الإسلامية في العالم إذ يقدر متوسط نسبة صكوك المصدرة فيها مقارنة بالحجم العالمي خلال الفترة [2007-2013] نحو 64.76 %.

المبحث الثالث: التجربة الماليزية نموذج لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية.

لقد نمت اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا بمعدلات سريعة.ولقد ساعد الأداء الجيد لاقتصاديات تلك الدول عدة عوامل أهمها ارتفاع معدلات الادخار ومن ثم الاستثمار.و قد لعب النظام المالي في تلك الدول دورا هاما في حشد الموارد المالية و تخصيصها بين الاستثمارات المختلفة.ومن أبرز ملامح القطاع المالي في دول جنوب شرق آسيا هو تنامي دور الأسواق المالية فيها، بل قد أصبحت من أهم المراكز المالية العالمية في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية. وتعد ماليزيا من أهم تلك الدول التي سعت إلى تطوير سوقها المالي من خلال الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية. لذا ارتأينا إلى دراسة هذه التجربة بهدف الاستفادة منها في تطوير الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول: النظام المالي في ماليزيا

اتصف النظام المالي الماليزي بطبيعة خاصة يعكسها تعدد أدواته وتنوع مؤسساته و خضوعه دائما و بشكل مستمر للتطوير، كما اتسم بسياسته الحذرة و المتروية التي ظهرت بوضوح في تعامله مع الأزمات المالية التي صادفت الاقتصاد الماليزي خلال حقبتي الثمانينات و التسعينات من القرن الماضي.

أولا: مميزات النظام المالي في ماليزيا

اتخذت ماليزيا نهجا تدريجيا كأساس لإصلاح نظامها المالي، التزم بالتدرج. ونتيجة لذلك كان الاقتصاد الماليزي هو الأقل تضررا من الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات دول جنوب شرق آسيا عام 1997. التي نجد من أبرز مسبباتها ما يلي:

- ارتفاع مديونيات البنوك المحلية و المشتركة بالعملات الأجنبية، إذ توسعت تلك البنوك في الاقتراض قصير الأجل بالدولار لتمويل عمليات التوسع في الإقراض ، مما عرضها إلى مخاطر كبيرة عندما حدث تخفيض كبير في سعر صرف العملة المحلية كما حدث في كل من تايلاند و ماليزيا و إندونيسيا وكوريا الجنوبية.[1]
- التوسع في تمويل عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال اقتراض من الخارج في صورة تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل، إذ كان الجانب الأكبر من تلك التدفقات يمثل بالدرجة الأولى أموالا ساخنة Hot Money تجيد الكر و الفر. إذ تأتي في فترات الرواج وتخرج على وجه السرعة عندما تلوح بادرة أزمة مالية. وهذا ما حدث لمعظم البلدان الآسيوية. نظرا لأن نسبة كبيرة من تلك التدفقات

[1] محمود عبد الفضيل، " العرب و التجربة الآسيوية الدروس المستفادة "، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى بيروت 2000، ص 198.

كانت في شكل محافظ استثمارية في أسواق الأسهم و السندات المحلية وهي تتصف بسهولة تسييلها عند الطلب على خلاف الاستثمارات المباشرة الطويلة الأجل.[1]

- اشتداد موجة المضاربات على أسعار صرف العملات المحلية مما أدى إلى انخفاضها و تدني الأرباح في أسواق الأسهم كما حدث في ماليزيا إذ تراجع سعر الرينجيت الماليزي بنسبة 40 % الأمر الذي أسهم في انخفاض أسعار الأسهم و هو انخفاض لا علاقة له بالأداء الحقيقي للاقتصاد الماليزي.[2]
- ارتفاع نسبة قروض المجاملة نتيجة الفساد و التوسع في التمويل العقاري مما أدى إلى ارتفاع نسبة الديون الرديئة و المشكوك فيها ضمن محافظ الإقراض في معظم بنوك بلدان جنوب شرق آسيا الناشئة.

و قد واجهت ماليزيا تداعيات الأزمة التي تمثلت أهمها في انخفاض سعر صرف الرينجينت و انهيار أسعار الأسهم في البورصة بإتباع إجراءات تقييدية بدأت في سبتمبر 1998 بتثبيت سعر الدولار عند 3.8 رينجيت،ثم قصرت تداول الأسهم فقط على بورصة كوالالمبور KLSE ،ورغم أن الحكومة الماليزية قد سمحت للأجانب ببيع الأسهم في أي وقت،إلا أنها حظرت تحويل حصيلة البيع إلى عملات أجنبية ما لم تكن حيازة الأسهم قد تمت لفترة لا تقل عن السنة.وكان الهدف من الإجراءات السابقة هو استعادة الاستقلال النقدي وجعل الاقتصاد الماليزي بمنأى عن الآثار السلبية التي يمكن أن تزيد الوضع سوءا نتيجة للتقلبات التي قد تحدث على مستوى الاقتصاد العالمي و البيئة المالية العالمية.كما هدفت إجراءات البورصة إلى استعادة الثقة فيها من خلال ضمان سوق عادلة ومنتظمة وتحسين مستويات الشفافية.

و قد رفضت حكومة مهاتير محمد الأخذ برأي صندوق النقد الدولي اتجاه الأزمة باعتبار أن الوضع في ماليزيا شديد الخصوصية،وكان سبب عدم الاستقرار في سعر الصرف إلى تزايد التدفقات الخارجة من الرينجيت إلى الأسواق الخارجية بسبب وجود نظام تبادل حر للعملة الوطنية الماليزية الأمر الذي أدى إلى نشوء أسواق خارجية الرينجيت،وقد حاولت ماليزيا التغلب على ذلك فأوقفت كميات من الرينجيت التي كانت تستخدم لتمويل تجارة العملة،بيد أن توافر الرينجيت خارج ماليزيا وخصوصا في سنغافورة أضعف من تأثير الإجراء السابق في منع تجارة العملة،و تأسيسا على ذلك اضطرت الحكومة الماليزية إلى إيقاف تحركات الرينجيت عبر الحدود الماليزية،الأمر الذي حد من المضاربة عليه،وقد ساعد على تحقيق استقرار سعر الرينجينت تحقيق الميزان التجاري الماليزي لفائض كبير.

[1] عبد المطلب عبد الحميد، " العولمة و اقتصاديات البنوك "، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2001 ، ص 285.

[2] طارق عبد العال حما د ، " تطورات العلمية و انعكاساتها على أعمال البنوك "، الدار الجامعية ، الجزء الأول الإسكندرية 1999،ص 232

و من ناحية أخرى رأت حكومة مهاتير محمد أن أحد أهم أسباب الأزمة في ماليزيا هو حركة الأموال الساخنة ، فعمدت إلى السيطرة على التدفقات المالية قصيرة الأجل من خلال تحديد مدة مؤقتة حددت بسنة واحدة يمنع من خلالها خروج الاستثمارات قصيرة الأجل الأمر الذي حد من تصفية هذه الاستثمارات ومن ثمة الحد من هروبها خارج ماليزيا بالأرباح المحققة ، و نتيجة للسيطرة على حركة الأموال الساخنة تحسن أداء أسواق المال في ماليزيا.

وهكذا وجدت الحكومة الماليزية نفسها خلال سنتي الأزمة و ما بعدها مطالبة بتحقيق ما يلي: [1]

- تزايد الاعتماد على سوق الأوراق المالية من خلال رفع وزنه النسبي في داخل القطاع المالي الماليزي قصد تخفيض الاعتماد الكبير على الجهاز المصرفي.
- تطوير سوق السندات الحكومية و السندات الخاصة.
- إعادة النظر في اللوائح و الإجراءات الاحترازية في أسواق رأس المال الماليزية بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة في ضوء التغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية والمالية والإقليمية والدولية و قد انعكس هذا التوجه الجديد في هيكل النظام المالي الماليزي الراهن وتشكلت بنيته المؤسسية و التشريعية والتنظيمية الراهنة في ضوء عمليات التطوير المستمرة التي خضع لها.

ثانيا:النظام المالي الإسلامي في ماليزيا:

اهتمت ماليزيا اهتماما كبيرا بالصناعة المالية الإسلامية، فعلى مستوى التشريعات أصدر البنك المركزي التشريعات الضرورية لتمكين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من ممارسة أنشطتها بصورة طبيعية. فقد تأسس أول بنك إسلامي في ماليزيا سنة 1983 ولكن تأسس قبله صندوق الحج وهو اليوم إحدى كبريات المؤسسات المالية في ماليزيا، وجاء تأسيسه استجابة لرغبة الحجاج الماليزيين في إيجاد قناة مقبولة شرعا يحفظون فيها مدخراتهم المخصصة لأداء الركن الخامس بعدما قاطعوا المؤسسات المصرفية التقليدية التي تتعامل بالربا. وازداد عدد المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا (مصارف إسلامية ومؤسسات تكافل - تأمين) خلال السنوات الماضية.[2]

[1] عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص197.

[2] زيد عيادات، التجربة الماليزية. نموذج للمصرفية الإسلامية،جريدة الاقتصادية العدد 5926 بتاريخ 01 جانفي 2010، http://www.aleqt.com/2010/01/01/article_327468.html تاريخ الاطلاع 2014/06/03.

ثالثا:المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا

لقد تجلى اهتمام ماليزيا بالنواحي التشريعية والتنظيمية، فضلا عن تأسيس عديد من المؤسسات التعليمية والتدريبية والبحثية المتخصصة في مجال التمويل الإسلامي وهذا على النحو التالي: [1]

1-رابطة المؤسسات المصرفية الإسلامية ماليزيا AIBIM :

الهدف الرئيسي من تأسيس الرابطة هو تشجيع إنشاء المصارف بنظام إسلامي وممارساته في ماليزيا، بالتعاون والتشاور مع البنك المركزي الماليزي خاصة، والهيئات التنظيمية الرقابية في ماليزيا عامة .ومن أهداف الرابطة أيضا تعزيز مصالح الأعضاء بكل الوسائل والطرق بما يتفق مع القوانين في ماليزيا، وخاصة في تقديم الآراء والاستشارات، وإمدادهم بالمساعدة التي تعتبر ضرورية لأعضائها.

2-المعهد الماليزي للصيرفة والتمويل الإسلامي IBFIM:

يهتم المعهد بتدريب وتنمية المحترفين وذلك من خلال برامج التدريبات الداخلية والخارجية مثل برنامج تدريب المدربين، وبرنامج تعريفي لدور المستشارين الشرعيين وغيرهما. كما يقدم استشارات عامة في المجالات المتعلقة بالتمويل الإسلامي، وتأييد منتجات وعملية المصرفية الإسلامية، والتكافل الإسلامي والأسواق المالية.

3-هيئة المعايير المحاسبية الماليزية MASB :

أنشئت بموجب قانون التقرير المالي سنة 1997 وهي هيئة ذات سلطة مستقلة لتطوير وإصدار معايير المحاسبة والتقرير المالي في ماليزيا.

4-مركز تنمية صناعة الأوراق المالية SIDC :

يعتبر مركز تنمية صناعة الأوراق المالية المعروفة بـــ SIDC رائدا في التعليم والتدريب في مجال الأسواق المالية .وهو مركز للمعلومات في مجال توفير الموارد في آسيا .وهو في الحقيقة مركز تدريب وتطوير تابع لهيئة الأوراق المالية وقد أنشئ المركز في عام 1994 ، وتم تأسيسه كشركة عام .2007

5-المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي INCEIF :

بدأ أعماله في عام 2006 و يؤدي دورا هاما في إيجاد مجموعة كبيرة من الخبراء العالميين والمحترفين في مجال الصيرفة والتمويل الإسلامي للوفاء باحتياجات الصناعة على الصعيدين المحلي والدولي.

[1] زاهار الدين محمد الماليزي،تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية،مؤتمر المصارف الإسلامية بـــين الواقـــع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي- 3 جوان 2009 م،ص 13- 30 بتصرف.

6-مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB:

يعمل المجلس على تطوير دقة الأعمال والشفافية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية من خلال تعريف المعايير الجديدة أو تكييف للمعايير الدولية الحالية بما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية ، وإعطاء التوصيات للاعتماد عليه.

7-المركز الدولي للقيادة المالية ICLIF :

أنشأه البنك المركزي الماليزي لتحسين نوعية مصادر الخدمات البشرية لممارسي الإدارية العليا للقطاع المالي والشركات المالية في ماليزيا وفي جميع أنحاء المنطقة.

8-الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ISRA:

أنشأ البنك المركزي الماليزي صندوق وقف بمبلغ 500 مليون رنجيت ماليزي لدعم مبادرة تنمية رأس المال الفكري، فأسست الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية المعروفة ISRA لتكون مركزا عالميا للبحوث الشرعية المتعلقة بالقضايا الاقتصادية المالية المعاصرة في شهر مارس 2008 بكوالالمبور، بصفتها إحدى الدول التي أولت اهتماما خاصا للمالية الإسلامية والاقتصاد الإسلامي.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في ماليزيا

تعتبر بورصة ماليزيا من أهم البورصات الناشئة في جنوب شرق آسيا، وقد نمت بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة،ويرجع ذلك إلى مختلف الإصلاحات التي قامت بها الحكومة الماليزية لتحسين أدائها،من أبرزها إيجاد العديد من الأسواق التابعة للبورصة المالية،كسوق رأس المال الإسلامي الذي تتداول فيه منتجات الهندسة المالية الإسلامية

أولا: نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا

بالرغم من أن إنشاء أول سوق للأوراق المالية في ماليزيا يعتبر حديثا نسبيا،إلا أن جذور صناعة الأوراق المالية ترجع إلى نهاية القرن التاسع عشر كامتداد طبيعي لوجود الشركات البريطانية خصوصا في صناعات المطاط والقصدير.وقد بدأ الاتجاه نحو إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حينما تم إنشاء إتحاد لحائزي الأوراق المالية.غير أن تشكيل بورصة للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960. حينما تم تأسيس بورصة الملايو، وبدأ تداول الأوراق المالية بها في نفس العام، و قد تشكلت غرفتين للتعامل في عام 1961 إحداها في ماليزيا و الأخرى في سنغافورة اعتبرتا بمثابة سوق واحدة تم ربطها باستخدام خطوط الهاتف و تسجل وتتداول فيها نفس الأسهم . و في عام 1963 تم تشكيل سوق ماليزيا للأوراق المالية،و مع خروج سنغافورة من الإتحاد الماليزي

استمرت السوق في أداء وظائفها و لكن كسوق مشتركة بين كل من دولتي ماليزيا وسنغافورة. وفي عام 1973 تجزأت إلى كيانين مستقلين هما، بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE،و بورصة سنغافورة للأوراق المالية SES، غير أن الارتباط بين البورصتين ظل قائما،حيث استمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين،واستمر هذا الارتباط قائما حتى عام 1990 حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة و إلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور. وتعتبر بورصة كوالالمبور في الوقت الراهن أساس سوق الأوراق المالية في ماليزيا والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الأوراق المالية في تعاملات الأوراق المالية.

ثانيا:أقسام سوق الأوراق المالية في ماليزيا

تشتمل بورصة ماليزيا على مجموعة من الفروع لاستقطاب فئة عريضة من المستثمرين تتمثل في ما يلي:

1- سوق [MESDAQ] Malaisian Exchange of Securities & Automated Qotation

تهدف هذه السوق إلى توفير الأموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا والشركات ذات فرص النمو المرتفعة،ورأس مال المخاطر ، وقد بدأ العمل في 06 أكتوبر من عام 1997.[1] ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسات مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى كسوق NASDAQ في الولايات المتحدة ، وسوق JASDAK في اليابان،و سوق الاستثمار البديل في المملكة المتحدة، و شبكة التعامل في كندا Canadian Dealing Network ، والتي كرست جميعها لخدمة هدف تمويل صناعات التكنولوجيا وتمويل رأس مال المخاطر.ويلعب سوق MESDAQ دورا فعالا في تنمية قطاع التكنولوجيا و المعلومات،وعلى وجه الخصوص صناعة البرمجيات وقد جاء إنشاء هذه السوق انعكاسا لرغبة ماليزيا في تشجيع الصناعات المكثفة لاستخدام التكنولوجيا وكذا في جعل كوالالمبور بمثابة مركز مالي إقليمي في منطقة جنوب وشرق آسيا يوفر احتياجات المنطقة من التمويل.وتجمع سوق MESDAQ بين خصائص السوق الرسمية و خصائص السوق غير الرسمية،إذ يتعين على الشركات التي تسجل في هذه السوق أن تؤمن خدمات صنع السوق أسوة بما هو متبع في الأسواق غير الرسمية OTC ،كما يلتزم السماسرة في هذه السوق بتقديم عروض للأسهم كما هو الحال في أي سوق رسمية.

[1] http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ. le 01/04/2014.

2- سوق رأس المال الإسلامي:

تلعب هذه السوق دورا هاما في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا،كما تلبي احتياجات الأغلبية المالاوية الإسلامية من الموارد المالية و أدوات الاستثمار المالي الإسلامي،و قد بدأت السوق الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية للأوراق المالية،وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا.غير أن تطور هذه السوق ظل مرهونا بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها.وكانت المبادرة الأولى لتحقيق هذا الهدف هو إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال،أوكلت لها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث اللازمة في هذا المجال،وتتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذه السوق و أهمها أدوات المالية الإسلامية مثل كأسهم الشركات التي تستثمر وفقا للأسس و القواعد الإسلامية و كذا الصكوك الإسلامية بأنواعها.[1] وقد تم تكوين مؤشرات لهذه السوق تتضمن أسهم الشركات الإسلامية لتساعد المستثمرين الذين يرغبون الاستثمار في هذه السوق.[2]

3- البورصة الماليزية للمشتقات:

في إطار النهج التدريجي المستمر الذي اتبعته ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة،ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا،نشأت الحاجة إلى إدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية و تطورا.وقد بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع KLCE Kuala Lampur Commidity Exchange . و التي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا. وأول عقود المستقبليات المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام Crude Palm Oil Futures (FCPO) و بعد ذلك تم تداول عقود المستقبليات للمطاط في عام 1983 وتسمى RSS Rubber Futures، وعقود المستقبليات الثانية للمطاط في عام 1986 و تسمى SMR 20 Rubber Futures وعقود المستقبليات للتصدير TIN Futures في عام 1987 وعقود المستقبليات للكاكاو COCOA Futures في عام 1988 وعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام Crude Palm Kernel Oil Futures (FPKO) في عام 1992.ولقد كان هناك حاجة لتأسيس شركة تابعة لبورصة كوالالمبور للسلع KLCE تشرف على التداول في المستقبليات تسمى سوق كوالالمبور للمستقبليات المحدودة في عام

[1] محسن أحمد الخضيري، البنوك الإسلامية ، إيتراك للنشر و التوزيع ، القاهرة 1999، ص 110- 112.

[2] http://www.Islamic-world.net/ Malaysian Islamic Capital market le 08/08/06.

1992 Kuala Lampur Eutures Market Berhad KLEM. وفي منتصف عام 1995 تم إعادة تسميتها ببورصة ماليزيا للنقد (Malaysian Monetary Exchange(MME ، في عام 1998 تم اندماج بورصة KLCE مع بورصةMME لتشكل بورصة ماليزيا للسلع والنقود Commidity & Monetary Exchange (Malaysia (Commex Malaysia .ولقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات و المستقبليات المالية Kuala Lampur Option & Finacial Futures (KLOFFE) Exchange في نهاية عام 1995 ، ليصبح في السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر.و في عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات Malaysia Derivatives Exchange ككيان جديد نشأ من اندماج بورصة KLOFFE و بورصة Commex يعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية و النقدية والمالية. و تعمل بورصة MDEX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية ، ويحكمها قانون المستقبليات الذي صدر في عام 1993،وتتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية.وفي عام 2004 أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم KLSE الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات MDEX إذ تم تغيير اسمها لتصبح Bursa Malaysia Dérivatives وتم إعادة تسميت بورصة كوالالمبور للأسهم KLSE لتصبح البورصة الماليزية المحدودة Bursa Malaysia.[1]

وهناك نوعين من العقود المتداولة في هذه البورصة هما:[2]

أ- عقود المستقبليات: وهي ثلاثة أنواع

- عقود المستقبليات للسلع: ويتم فيها تدول العقود التالية:

- **عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام (FCPO) Crude Palm Oil Futures:** طرحت في أكتوبر 1980 وهي أول العقود المتداولة
- **عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام (FPKO) Crude Palm Kernel Oil Futures** طرحت في فبراير 2004

[1] نورليا مت سعيد جعفر، سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي وشرعي، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية،جامعة اليرموك بإربد، الأردن 2006، ص 51.

[2] نفس المرجع ،ص 66

- **عقود مستقبليات الملكية Equity Futures:** في ديسمبر 1995 تم طرح عقود المستقبليات لمؤشر كوالالمبور المركب Kuala Lumpur Composite Index Futures (FKLI) ويتم تداولها استنادا إلى مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية.

- **عقود المستقبليات المالية Financial Futures :** وتتكون من:

- عقود المستقبليات لمعدلات الاقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر طرحت في ماي 2004 3 Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures (FKB3).
- عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات طرحت في سبتمبر 2003 3Year Malaysian Government Securities Futures (FMG3).
- عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2002. 5Year Malaysian Government Securities Futures (FMG5)
- عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات طرحت في سبتمبر 2003 10 Year Malaysian Government Securities Futures (FMG10)

ب- عقود الخيارات: وتتمثل في عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب وطرحت في ديسمبر 2000 Kuala Lumpur Composite Index Options (OKLI).

4- مركز Labouan:

قررت الحكومة الماليزية في إطار خطتها الهادفة لدعم القطاع المالي بحيث تشكل الخدمات المالية أكبر نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، إنشاء مركز مالي دولي في عام 1990 هو Labouan Labouan International Offshore Financial Centre (LIOFC)[1]، وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي ، و أخضع لإشراف هيئة متخصصة هي Labouan Offshore Financial Authority عملت على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها المركز يتمتع فيها بمعاملة ضريبية تفضيلية و بإعفاء من القيود على الصرف الأجنبي ، و بتكلفة تشغيل منخفضة. و قد تركزت إستراتيجية المركز على جذب أكبر قاعدة ممكنة من المؤسسات المالية العالمية التي تتمتع بسمعة حسنة ويمكنها أن توفر أفضل الخدمات والمنتجات المالية للمستثمرين الراغبين في العمل بالمنطقة . وقد نجح المركز في جذب العديد من المؤسسات المالية التي بلغت نحو 60 بنكا عالميا،و 78 شركة تأمين أو شركات مرتبطة بأعمال التأمين و20 شركة أمانات و ودائع .

[1] http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC le 08/08/2006.

و يؤكد العرض السابق حقيقة التطور المستمر لسوق الأوراق المالية في ماليزيا و تميزها بخصائص التنوع و الاستجابة لرغبات الأطراف العاملة في السوق فضلا عن التعدد في تحقيق الأهداف . فإنشاء سوق المشتقات فرضته ضرورة وجود آلية لتغطية المخاطر لتشجيع الاستثمار الأجنبي، كما جاء السوق المالية الإسلامية بمثابة تقويم لدعائم النظام المالي الإسلامي لتلبية رغبات و احتياجات الأغلبية المالاوية الإسلامية في ماليزيا و يساهم في تحقيق أحد الأهداف السياسية و الاجتماعية المتمثل في إعادة توزيع الثروة في صالح الأغلبية في مواجهة الأقليات الصينية و الهندية. بينما جاء إنشاء سوق MESDAQ لتنمية الصناعات المكثفة لاستخدام التكنولوجيا، و أخيرا تأسس مركز Labouan لتحقيق هدف تعظيم مساهمة القطاع المالي في الاقتصاد الماليزي وتأكيد لهدف الحكومة الماليزية نحو إنشاء مركز إقليمي متطور في منطقة شرق آسيا. و في إطار هذه المنظومة خضعت بورصة ماليزيا للتطوير المستمر إلى أن أصبحت أحد أكثر بورصات الأسهم تطورا و نموا على المستوى الإقليمي و العالمي.الأمر الذي يدفعنا إلى ضرورة عرض هيكلها المؤسسي و آليات العمل بها.

ثالثا: المؤسسات التابعة لبورصة ماليزيا

تعتبر بورصة ماليزيا كيان مستقلا و إن كان يخضع لإشراف لجنة الأوراق المالية ، و يحكم البورصة عدة قوانين منها؛ قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983،و قانون الحفظ المركزي لسنة 1991،وقانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993،إلى جانب قانون الشركات الصادر عام 1965. وتتشكل عضوية البورصة من شركات سمسرة الأوراق المالية التي تعد بحكم القانون الجهات الوحيدة المسموح لها بممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية ، ويتعين أن تتخذ هذه الشركات من شكل شركات المساهمة أساسا قانونيا لها.وقد تطور الهيكل المؤسسي لبورصة KLSE بشكل كبير يتضمن مجموعة من الشركات التابعة أهمها:

1- شركة LFX:

تأسست شركة [LFX] Labouan International Financial Exchange في إطار خطة تطوير مركز Labouan . و قد بدأ العمل بها في نوفمبر 2000.[1] كشركة تابعة كليا لبورصة KLSE و تهدف إلى تسهيل تدفق الأموال من خلال تسجيل و تداول الأوراق المالية. و قد سعت إلى تعزيز سمعتها بهدف جذب المستثمرين من خلال توفير أكبر قدر ممكن من الشفافية ، واستخدام أحدث الوسائل في مجال تقنية الاتصالات و المعلومات، و تعمل على تلبية الاحتياجات المتغيرة والمتجددة للمستثمرين، و يتم

[1] Kuala Lumpur Stock Exchange ," Annual Report 2001 ", page 57.

تسجيل الأدوات المالية بمختلف العملات الدولية الرئيسية . وقد ساعد استخدام البورصة المكثف للتكنولوجيا في تعزيز كفاءة المعاملات بها ، و تدنية تكلفة التعامل بها الأمر الذي مكن الوسطاء الماليين من المشاركة في السوق عند مستوى تكلفة معقولة . و قد ساهم أيضا في خفض التكاليف وبساطة خطوات القيد و التعامل في هذه البورصة .

و توفر شركة LFX موارد مالية هامة للشركات العاملة في منطقة آسيا و المحيط الهادي ، كما تتميز بتنوع أدواتها المالية بين الأدوات المالية التقليدية و الأدوات المالية الإسلامية.

2- شركة SCANS:

تمثل شركة [SCANS] Securities Clearing Automated Network Service sdn إحدى الشركات التابعة لبورصة ماليزيا، و تتمثل مهامها في تقديم خدمات مقاصة وتسوية المعاملات في سوق الأوراق المالية في ماليزيا.وقد تأسست هذه الشركة في عام 1983 برأس مال قدره 300 مليون رينجيت ،وقد نجحت الشركة في نوفمبر 2002 في الاستحواذ على بيت المقاصة الماليزي للمشتقات Malaysian Derivatives Clearing House [MDCH] ، ليضاف إلى مهامها عمليات مقاصة وتسوية المشتقات و تأمين عملية تغطية المخاطر في الاستثمار المالي.

3- شركة MCD:

تعتبر شركة ماليزيا للحفظ المركزي [MCD] Malaysian Central Depositary Sdn.Bhd إحدى الشركات التابعة لبورصة ماليزيا و قد تأسست في عام 1990 برأس مال قدره 20 مليون رينجيت. ويتمثل النشاط الرئيسي لهذه الشركة في تشغيل وصيانة نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية ، و حسب هذا النظام لا يتم تداول شهادات الأسهم الأمر الذي خلق بيئة آمنة لتداول الأوراق المالية ، و يلتزم كافة المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات بفتح حساب في نظام الحفظ المركزي.

4- شركة KULBER:

تشكلت شركة [KULBER] KLSE Bernoma Real Time Information Service Bhd في جانفي 1986 باتفاق بين شركة SCANS و وكالة أنباء ماليزيا Bernoma، وجاء هذا الاتفاق بهدف توفير قناة رئيسية توكل إليها مهمة توفير معلومات دقيقة و سريعة عن أسعار الأسهم و عروض البيع و الشراء لكافة الأطراف المتعاملة في السوق ، سواء كانوا داخل ماليزيا أم خارجها.

و يعكس إنشاء هذه الشركة رغبة الحكومة الماليزية في رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق و من ثم رفع مستويات الشفافية بها.

5- شركة MSRS:

تأسست شركة Malaysian Share Registration Securities sdn. Bhd [MSRS] في مـــارس 1996. برأس مال قدره 10 مليون رينجيت ، وذلك بهدف تقديم خدمات تسجيل الأســـهم . و قـــد عملت الشركة على خلق بيئة جديدة يمكن من خلالها إنجاز عمليات تسجيل الأسهم و تحويل ملكيتها باستخدام نظام SCANS Electronic Registration and Transfer Service [SERTS]. و هـــو نظـــام إلكتروني لتسجيل الأسهم وتحويل ملكيتها يتصل بنظام الحفظ المركزي الذي تـــديره شـــركة MCD. وقد ساهم هذا الربط بين كلا من النظامين إلى تحسين أداء دورة عمليات التسجيل بشكل إيجابي علـــى الشركات و حملة أسهمها.

6- شركة KPM:

تأسست شركة KLSE Property Management sdn. Bhd [KPM] التابعة لبورصـــة KLSE في أول ماي من عام 2000 بهدف تقديم خدمات الإدارة فيما يتعلق بضمان و تعزيـــز البنيـــة الأساســـية لبورصة KLSE من مباني و تسهيلات ، إلى جانب تقديم الخدمات الأمنية لمجموعة شركات البورصة.

7- معهد ماليزيا لبحوث محللي الاستثمار RIIAM:

تم إنشاء معهد Research Institute of Investment Analysts Malaysis [RIIAM] كمؤسسة تابعة لبورصة KLSE في ماي 1985. بهدف تعزيز و رفع كفاءة مستويات بحوث الاستثمار من خلال تنظيم الدورات التدريبية و الندوات البحثية كما يقوم المعهد بتنفيذ البحـــوث و الدراســـات المتعلقـــة بالمشاكل الجوهرية المتصلة بصناعة الأوراق المالية.

المطلب الثالث: دور المنتجات المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا

لقد اهتمت ماليزيا بتطوير سوقها المالي من خلال تنويع الأدوات المالية استجابة لرغبات المستثمرين ومن أبرزها نجد المنتجات المالية الإسلامية التي ساهمت في نمو سوق الأوراق المالية بماليزيا.

أولا: المنتجات المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي

من أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في بورصة في ماليزيا نجد ما يلي:

1- أدوات الملكية الإسلامية:

تشتمل أدوات الملكية الإسلامية على الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية و المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية إضافة إلى صناديق الاستثمار الإسلامية.

2- الصكوك الإسلامية:

يمكن توضيح طبيعة الصكوك الإسلامية ونسبة إصدارها في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-13):نسبة إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة [2005-2013]

الوحدة:نسبة مئوية

السنوات / الصكوك	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
البيع بالثمن الآجل	36,3	6,2	2	3,1	-	0,2	-	-	-
الإستصناع	14,5	2,1	9	0,2	-	-	-	-	-
الوكالة بالاستثمار	-	-	-	-	-	-	9	8	24
المشاركة	12,8	70	58	51,4	99,6	42,1	64	19	30
الإجارة	2,9	4,9	11	14,5	-	34	13	9	4
المرابحة	33,5	9,4	19	1,3	-	8,2	9	55	32
المضاربة	0,2	7,5	1	1,2	0,4	0,6	5	2	-
الهجينة	-	-	-	28,2	-	14,9	-	7	10

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

Source: Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2005, 2006,2007,2008,2009,2010,2011, 2012,2013.

من خلال الجدول نلاحظ أن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا يتركز بشكل كبير على صكوك المشاركة والمرابحة أكثر من غيرهما.فقد حققت صكوك المشاركة أعلى نسبة إصدار خلال الفترة 2005-2013، حيث بلغ متوسط نسبة إصدارها نحو 49.66%،تليها بعد ذلك صكوك المرابحة حين بلغ

متوسطها 18.60% ثم صكوك الإجارة بنسبة 10.37%، التي يتم إصدارها بشكل منتظم نظرا لما تحققه من عوائد عالية بالنسبة للمستثمرين.كما أنها تضمن الحصول على السيولة النقدية بشكل أسرع. في حين باقي الصكوك الأخرى شهدت تذبذبا في إصدارها مما جعل متوسط نسبتها ضعيف كما هو الحال في صكوك الإستصناع التي بلغ متوسط نسبتها نحو 2.87% نظرا لتراجع إصدارها. أما صكوك المضاربة فقد شهدت أقل نسبة إصدار خلال فترة الدراسة لما بلغ متوسطها 1.99 %.في حين انخفض إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل،والهجينة ليبلغ متوسط نسبتهما نحو 5.31%،6.68% على التوالي.أما صكوك الوكالة بالاستثمار فلم يتم إصدارها إلا في عام 2011 حين استحوذت على 9% من حجم الإصدارات، ليزداد نموها وتبلغ نسبة 24 % بمعدل نمو يقدر بـــ 167% وهذا ما يعكس حرص هيئة السوق المالية على إتاحة المزيد من الأدوات المالية الإسلامية التي تلبي رغبات المستثمرين.

ثانيا- أثر إدراج الأدوات المالية الإسلامية في تحسين أداء سوق الأوراق المالية بماليزيا

ساهمت البيئة المالية المناسبة لنمو المالية الإسلامية في نمو دور الأدوات المالية الإسلامية في تنمية السوق المالي الماليزي، فمن خلال الجدول (4-14) أدناه نجد أن التعامل بها قد تطور بشكل كبير جدا إذ تراوح متوسط نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة 2005-2013 نحو 85.40% وهذا دليل على زيادة الطلب من قبل المستثمرين على هذه المنتجات الأمر الذي أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية لها ،التي كان متوسطها خلال نفس الفترة نحو 63% من إجمالي القيمة السوقية.

أما عن سوق الصكوك الإسلامية نلاحظه أن حجمها قد نما بشكل كبير .حيث بلغ متوسط نسبة الصكوك المصدرة إلى إجمالي سوق السندات خلال نفس الفترة نحو 61.31 % وهذا ما يدل على زيادة الطلب على هذا النوع من المنتجات المالية الإسلامية.

الجدول (4-14): تطور مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة [2005 2013]

الوحدة :مليار RM

البيان / السنوات		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
سوق الأسهم	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة	857	886	853	855	846	846	839	817	650
	إجمالي الأسهم	1011	1029	991	991	961	961	946	923	911
	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة %	84,8	86,1	86,1	87,2	88	88	89	89	71
	القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة	440	548,4	705,1	426,4	637,9	756,09	806	942,15	1029,62
	القيمة السوقية الإجمالية	699	848,7	1106,2	655,3	999,45	1275,28	1285	1466,68	1702,15
	نسبة القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة %	62,9	64,6	63,7	65,1	63,8	59,3	62,7	64,2	60,5
سوق السندات والصكوك الإسلامية	عدد الصكوك المصدرة	77	64	59	47	11	21	44	41	23
	حجم الصكوك الإسلامية	43,32	42,02	121,3	43,23	33,96	40,33	78,9	71,1	25,97
	حجم السندات	60,66	75,83	158,8	139,99	57,5	63,58	112,33	103,3	46,24
	نسبة حجم الصكوك %	71,4	55,4	76,4	30,9	59,1	63,4	70,2	68,8	56,2

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى:

Source: Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2005, 2006,2007,2008,2009,2010,2011, 2012, 2013.

إن إدراج الأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي قد أثر بشكل الإيجابي في نمو وفاعلية هذه الأخيرة في الاقتصاد الماليزي، نظرا لزيادة فرص التنويع فيه،ونلمس ذلك من خلال المؤشرات الموضحة في الجدول التالي:

الجدول (4-15): تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة [2005-2013]

الوحدة: مليار RM

السنوات / البيان	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الناتج المحلي الإجمالي	543,57	596,78	665,34	769,95	712,85	797,32	884,45	941,23	992,53
القيمة السوقية	699	848,7	1106,2	655,3	999,45	1275,28	1285	1466,68	1702,15
قيمة التداولات	202,10	279,04	587,31	315,35	304,32	391,74	438,62	408,55	528,71
نسبة القيمة السوقية %	129	142	166	85	140	160	145	156	171
نسبة التداول %	37	47	88	41	43	49	50	43	53
معدل الدوران	29	33	53	48	30	31	34	28	31

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى :

1- World Development Indicators & Global Development Finance,The World Bank 19 July, 2012
2- World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2006,2008,2010.
3- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2005, 2006,2007,2008,2009,2010,2011, 2012, 2013

لقد كان للأدوات المالية الإسلامية أثرا في نمو القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية في ماليزيا وهذا ما أدى إلى نمو نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، كمؤشر على كبر حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا، فبعد أن كانت تقدر هذه النسبة بـــ 129 % بقيمة سوقية تقدر بـــ 699 مليار رنجينت في عام 2005 تمثل الأدوات الإسلامية منها 62.9%، نمت لتصل إلى 171% في عام 2013 بقيمة سوقية تقدر بـــ 1702,15 مليار رنجينت تستحوذ الأدوات المالية الإسلامية على 60.5%. وهذا ما يعكس مدى قدرة الأدوات المالية الإسلامية على تحسين أداء سوق الأوراق المالية و تعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد.

أما بالنسبة لسيولة السوق فقد تحسنت، فاستنادا لمؤشر نسبة التداول نجد أن مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية الماليزية قد تطور بشكل ملحوظ، فبعد أن كان 37 % في عام 2005 بقيمة إجمالية تقدر بـــ 202.10 مليار رنجينت، نما ليصل إلى 53 % في عام 2013 بقيمة إجمالية تقدر بـــ 528.71 مليار رنجينت.

خلاصة الفصل الرابع

تناولنا في هذا الفصل واقع أسواق الأوراق المالية العربية، من خلال تحليل مختلف مؤشرات تقييم الأداء، وقد خلصنا إلى أن أداء تلك الأسواق كان ضعيفا نتيجة للعديد من العقبات. ومن هنا ارتأينا إلى دراسة تطوير تلك الأسواق من خلال منهج الهندسة المالية الإسلامية مع دراسة مدى إمكانية الإستفادة من النموذج الماليزي في تطوير سوق الأوراق المالية باستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

وقد خلصنا إلى النتائج التالية:

- تعاني الأسواق المالية العربية من ضعف شديد في سوق الإصدارات الأولية.
- تتميز الأسواق المالية العربية بصغر حجمها وفق لمؤشر عدد الشركات وضعف مساهمتها في الاقتصاد وفق مؤشر نسبة القيمة السوقية.
- تتميز الأسواق المالية العربية بضعف السيولة استنادا إلى مؤشري نسبة التداول ومعدل الدوران.
- توفر الهندسة المالية الإسلامية العديد من الأدوات المالية الإسلامية التي تستجيب لمختلف رغبات المستثمرين.
- لقد تزايدت أهمية الأدوات المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة إذ تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم إصدارها على اختلاف أنواعها.
- ضرورة الاستفادة من التجربة الماليزية في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية من خلال إدراج الأدوات المالية الإسلامية،لأنها تجربة رائدة في تطوير التعامل في هذه السوق. وهذا لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين فيه، من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم ، بهدف إتاحة فرص التنويع لهم.

الخاتمة

الخاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق، كونها مصدرا من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات.

و لما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد،قامت العديد من الدول العربية بإنشاء أسواق للأوراق المالية. لكن و رغم مرور أكثر من سنوات على إنشائها إلا أن أداءها لم يرق إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها ، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا. و ما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه الأسواق المالية العربية إنما هو نتاج لعديد من المعوقات أثرت على أدائها. سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما تعلق بالجانب الثقافي والديني، لذا كان لابد من العمل على تطويرها.

نتائج الدراسة:

من أبرز النتائج التي توصلنا إليها في هذه الدراسة نذكر:

1- حتى يتمتع السوق بسيولة كافية لا بد من أن يتصف بالعمق، أي أن يجذب عددا كبيرا ومتنوعا المتعاملين فيه، والذي يتخذون قراراتهم الاستثمارية بناء على معطيات العرض والطلب، مما يمنع التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية.

2- تعد الهندسة المالية ضرورية لعمل الأسواق المالية نظرا لتلبيتها لمختلف رغبات الفاعلين في تلك الأسواق، الشركات والمستثمرين على حد سواء.

3- توفر الهندسة المالية توليفة من عقود المشتقات المالية التي تتناسب مع أهداف ورغبات المستثمرين في سوق الأوراق المالية. فباستخدامها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

4- لقد نمت الأسواق المالية الناشئة بدرجة كبيرة نتيجة لجملة من العوامل الخارجية والداخلية، أهمها الإصلاحات الاقتصادية الواسعة التي باشرتها مجموعة من الدول الناشئة. مما كان لها الأثر الإيجابي في نمو أسواقها المالية.

5- استنادا إلى المؤشرات المستخدمة في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية ، نجد أنه على الرغم من مرور عدة سنوات على إنشائها إلا أن أداء سوق الأوراق المالية العربية لا يزال ضعيف إذا ما قورن بأداء الأسواق المالية المتقدمة والناشئة على حد سواء.

6- تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بصغر حجمها وضيق نطاقها ،حيث نجد انخفاض نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض عدد الشركات المدرجة يضاف إلى ذلك تدني مستوى السيولة فيها وذلك استنادا إلى مؤشري نسبة التداول ومعدل الدوران،اللذان يعتبران ضعيفان مقارنة بالأسواق المالية الناشئة والمتقدمة.

7- لا يزال القطاع المصرفي يسيطر على سوق التمويل في الدول العربية ،الأمر الذي أدى إلى ركود في سوق الإصدار في الدول العربية نتيجة عزوف الشركات عن طرح الأوراق المالية فيه وتفضيل اللجوء إلى القطاع المصرفي لتلبية احتياجاتها التمويلية.

8- تعتمد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي لنشاط الاقتصادي لاسيما الدول النفطية.

9- تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بضعف الفرص المتاحة للتنويع فهي لا تتيح للمستثمر تنويع محفظة أوراقه المالية نظرا لمحدودية الأدوات المالية المتداولة فيها .إذ تستحوذ الأسهم على النسبة الكبيرة من تعاملات المستثمر العربي مما يجعل تلك الأسواق أقل جاذبية.

10- لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من تدني مستوى الإفصاح وشفافية المعلومات،مما يؤثر على مستوى الكفاءة ويضعف ثقة المستثمرين فيها.

11- تتميز الأسواق المالية العربية بدرجة تركيز كبيرة كنتيجة لانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سميا أسهم شركات القطاع العام.

12- إن انتشار ظاهرة الاقتصاد الخفي في الدول العربية تعيق تطور أسواق الأوراق المالية فيها، لأن الأرباح التي يجنيها المتعاملين فيه كبيرة، الأمر الذي يؤدي بهم إلى توجيه رؤوس أموالهم إليه بدل استثمارها في سوق الأوراق المالية.

13- إن إدراج التعامل بأدوات الهندسة المالية الحديثة الإسلامية منها والتقليدية في أسواق الأوراق المالية يعد خطوة هامة في تطوير التعامل في هذه الأسواق.لجعلها تتكيف مع رغبات المستثمرين فيها من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف الوفاء بمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

14- تعتبر الصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامي على أساس الضوابط الشرعية المختلفة؛أدوات جيده لجذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة من

المستثمرين أفراد كانوا أو مؤسسات أو حكومات لتمويل المشروعات حيث تتيح للمصدرين المستثمرين المشاركة في الربح أو الخسارة.كما أنها تتميز بالتنوع سواء من حيث طبيعتها أو من حيث آجال استحقاقها.

15- لقد تميزت التجربة الماليزية بالتعدد والتنوع في المؤسسات و الأدوات المالية .

16- لقد اهتمت ماليزيا اهتماما بالغا بالصناعة المالية الإسلامية، بالتركيز على النواحي التشريعية والتنظيمية،إضافة إلى تأسيس عديد من المؤسسات التعليمية والتدريبية والبحثية المتخصصة في مجال التمويل الإسلامي،الأمر الذي جعل المنتجات المالية الإسلامية تسهم بشكل كبير في نمو السوق المالي الماليزي .

17- يعد إدراج أدوات الصناعة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا تجربة هامة، في بناء في تطوير التعامل في أسواق الأوراق المالية العربية.

التوصيات المقترحة

على ضوء التحليل السابق لأسواق الأوراق المالية العربية المدروسة والنتائج المتوصل إليها فإنه يمكن صياغة المقترحات التالية:

1- ضرورة العمل على تهيئة البيئة التشريعية اللازمة فيما يتعلق بأدوات التمويل الإسلامي في الدول العربية، التي تمكن من تنظيم الصكوك وضبطها في جميع مراحلها.

2- إنشاء صناديق الاستثمار خاصة الإسلامية منها ،التي تتيح للمستثمر تنويع محفظته المالية بتكلفة منخفضة بالتالي تخفيض درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض إليها، أما بالنسبة للشركة فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق و بالتالي تخفيض تكلفة الحصول على رؤوس الأموال، أضف إلى ذلك أن إنشاء هذه الصناديق سيؤدي إلى رفع كفاءة سوق الأوراق المالية لما تتمتع به من مستوى مرتفع من الرقابة ونظم المعلومات.

3- مراجعة الجانب التشريعي لسوق الأوراق المالية خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية. إضافة إلى تحديث قوانين الشركات من خلال وضع حوافز لإنشاء شركات مساهمة يتم إدراج وتدول أسهمها في سوق الأوراق المالية.

4- العمل على إنشاء صناديق رأس المال المخاطر لما لها من دور كبير في تقديم التمويل و الخبرات الإدارية للشركات التي لم تسجل في سوق الأوراق المالية، خاصة الصغيرة و المتوسطة.

5- ضرورة تأهيل العنصر البشري لأن زيادة أعداد المستثمرين في سوق الأوراق المالية والنمو في حجمها يعني الحاجة إلى المزيد من العناصر البشرية المدربة التي تحتاجها الأسواق. من خلال

الاستعانة بدرجة أكبر ببرامج التدريب المكثف.عن طريق إنشاء المعاهد المتخصصة التي توفر الكوادر المؤهلة علميا و المتخصصة في مجال الاستثمار المالي،وتفعيل مراكز الأبحاث الخاصة بالاقتصاد الإسلامي وتبني خطط توعية شاملة.

6- زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية، من خلال مراجعة كل من السياستين النقدية و المالية ، فبالنسبة للأولى لابد لها من الأخذ في عين الاعتبار ضرورة تخفيض سعر الفائدة قصد توجيه رؤوس الأموال نحو سوق الأوراق المالية، و إن رغب البنك المركزي في التأثير على العرض النقدي فلابد أن يكون ذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة وبالتالي المساهمة في تنشيط عملية التداول. أما فيما يتعلق بالثانية فلابد من وضع حوافز ضريبية لصالح المستثمرين في الأوراق المالية.

7- ضرورة الاستفادة من تجارب التصكيك الإسلامية قصد تفعيل جانبي الطلب والعرض في الأسواق المالية العربية.

8- ضرورة مراعاة قواعد مقاصد الشريعة الإسلامية وتطبيق الضوابط الشرعية التي نصت عليها المجامع الفقهية وذلك عند عملية إصدار الصكوك وتداولها .

9-العمل على تهيئة البيئة الداعمة لتطوير الأسواق وهنا يتعين على السلطات العمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي.

10- تحسين المناخ الاستثماري لأن تطور سوق الأوراق المالية يرتبط ارتباطا وثيقا بتحسن هذا الأخير.

11- إيلاء أهمية للإعلام الاقتصادي في الدول العربية بما يمكنه من المساهمة الفعالة في توعية الناشطين في أسواق الأوراق المالية العربية.

آفاق الدراسة :

إن تطوير الأسواق المالية لا يمكن أن نحصره بهذه الدراسة أو غيرها من الدراسات السابقة فقط. وفي هذا الصدد يمكن دراسة المواضيع التالية لعلها تحقق الغاية المنشودة:

1- دور المؤسسات المالية الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية العربية.

2- الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تفعيل الوساطة المالية في الأسواق المالية العربية.

3- إدارة مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية من منظور إسلامي.

4- دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة الأزمات في الأسواق المالية.

وفي الأخير نحمده سبحانه أولا و آخرا

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا : الكتب

1- باللغة العربية

- إبراهيم سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث،شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، أفريل 2004.
- أبو بكر الرازي، مختار الصحاح، دار الفكر، بيروت 1981 .
- أحمد معجب العتيبي،المحافظ المالية الإستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2007.
- إسماعيل أحمد الشناوي، بد المنعم مبارك،" اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002.
- أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق،دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة 2009.
- أشرف محمد دوابة،دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية،دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع،القاهرة 2006 .
- إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة،دار النهضة العربية، القاهرة 2000.
- جمال الدين زروق،وآخرون،أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية وتحديات الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد العربي 2009.
- الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى عمان2002
- جودة عبد الخالق،كريمة كريم، النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة 1992.
- جميل توفيق، الإستثمار وتحليل الأوراق المالية،دار المعارف، الإسكندرية 1963
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة ،صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية،دار الميمان للنشر والتوزيع،القاهرة 2010.
- حبش محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة ،مؤسسة الوراق ،عمان ،الطبعة الأولى 1998.
- حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة،المعهد الاسلامي للتنمية جدة 1421 هـ
- حسين علي خريوش وآخرون،الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق،مؤسسة التجهيز المكتبية،الأردن 1996.
- حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحافظ الإستثمارية ،دار زهران للنشر والتوزيع ،الأردن 1995.
- خالد وهيب الراوي، الإستثمار : مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع،الأردن 01999
- خلف فليح حسن، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث للنشرو التوزيع، الأردن، 2006.

قائمة المراجع

- خورشيد أشرف إقبال،سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم القانونية،مكتبة الرشد،الرياض 2006.
- زاهرة علي محمد بني عامر،التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، دار عماد الدين للنشر والتوزيع الطبعة الأولى،الأردن 2009.
- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار الحقيقي والمالي ،دار وائل للنشر،الأردن 1998.
- سعيد سيف أبو الفتوح النصر،دور البنوك التجارية في إستثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2000.
- سمير عبد الحميد رضوان،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها،دار النشر للجامعات،القاهرة 2005.
- السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1981/1978، دار النهضة العربية القاهرة 2001.
- شعبان محمد إسلام البرواري،بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي،دار الفكر المعاصر، بيروت 2001.
- شمعون شمعون،البورصة – بورصة الجزائر- ،دار هومة للطباعة و النشر، الطبعة الثانية الجزائر2005.
- صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 2000.
- صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2003.
- صبري الخصيب، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و2005،غرفة تجارة عمان،جويلية 2006.
- طارق عبد العال حماد، تطورات العلمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الجزء الأول الإسكندرية 1999.
- طارق عبد العال حماد، سمير محمد الشاهد، المحاسبة عن العمليات المصرفية الحديثة ،إتحاد المصارف العربية 2000.
- طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان الطبعة الأولى 1997.
- عادل محمد رزق، الإستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي،دار طيبة للنشر والتوزيع،القاهرة 2004 .
- عاطف ويليام أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي ، مصر، الطبعة الأولى2007.
- عباس كاظم الدعمي،السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، درا صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2010.

قائمة المراجع

- عبد الغفار حنفي،رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003.
- عبد الغفار حنفي،رسمية قرياقس،الأسواق والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001.
- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003.
- عبد الغفار حنفي،الإستثمار في الأوراق المالية أسهم-سندات-وثائق الإستثمار-الخيارات،الدار الجامعية،الإسكندرية 2000.
- عبد الله بن محمد العمراني،محمد بن إبراهيم السحيباني،التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية،حالة صكوك الإجارة،كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية 2013.
- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003.
- عبد المنعم التهامي، مقدمة في الإستثمارات والمنشآت المالية،مكتبة عين شمس،القاهرة 1991.
- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 .
- عبد النعيم مبارك، محمود يونس،النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية 2003
- عطية عبد الحليم صقر،تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة،القاهرة،دار النهضة العربية المصرية 1998.
- علي أحمد السالوس،موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي،مكتبة دار القرآن للنشر والتوزيع،قطر 2002.
- علي سعيد مكي،تمويل المشروعات في ظل مبادئ الإسلام،دار الفكر العربي بيروت 1979.
- عمر صقر،العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة K الدار الجامعية، الإسكندرية 2003.
- غازي فلاح المومني،إدارة المحافظ المالية الإستثمارية،دار المناهج للنشر والتوزيع الطبعة الأولى،الأردن 2002.
- فريد النجار،البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999
- فيصل محمود الشواورة،الإستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية،دار وائل للنشر، عمان 2008
- كاسب بن عبد الكريم البدران، عقد الإستصناع أو عقد المقاولة في الفقه الاسلامي دراسة مقارنة،مطابع الشريم،الدمام المملكة العربية السعودية،الطبعة الثانية 1984.
- محسن أحمد الخضيري ،البنوك الإسلامية ، إيتراك للنشر و التوزيع، القاهرة 1999.
- مصطفى كمال السيد طايل،القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.

قائمة المراجع

- محمد أبو الفتوح علي الناقة،نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية الطبعة الأولى 2001،
- محمد صالح الحناوي،أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية 1997.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات،الدار الجامعية للنشر والتوزيع 2000.
- محمد صالح الحناوي،جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002
- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد،تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002
- محمد مبارك البصمان،صكوك الإجارة الإسلامية دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية،دار النفائس للنشر والتوزيع عمان 2010
- محمد محمود حبش،الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة،تطبيقات عملية الطبعة الأولى،الأردن 1998
- محمد مطر، إدارة الإستثمارات الإطار النظري و التطبيقي،مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع،عمان الأردن، الطبعة الثانية 1999.
- محمد مطر، إدارة الإستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العلمية)،الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الثانية،عمان 1999
- محمود عبد الفضيل،العرب و التجربة الآسيوية الدروس المستفادة ، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى بيروت 2000.
- مروان عطوان، أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث ، الديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول الجزائر1993.
- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993،
- موسى سعيد مطر وآخرون التمويل الدولي،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان 2008،
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية 2002
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 2002
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدار ة المخاطر : الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني :المشتقات، ، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية الطبعة الأولى2003.
- منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية،المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية البحرين 1994

قائمة المراجع

- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999
- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها،الوراق للنشر والتوزيع، الأردن 2007.
- وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالكويت، الموسوعة الفقهية الكويتية،الجزء 37،مطابع دار الصفوة للطباعة والنشر والتوزيع مصر 1995.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة البحرين،2010
- وسام ملاك،البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني الطبعة الأولى، بيروت 2003
- وليد خالد الربيع، عقد المزارعة في الفقه الإسلامي سلسلة البحوث الفقهية المحكمة، مكتبة أهل الأثر الطبعة الأولى الكويت 1431هـ.

2- اللغة الأجنبية

- Abdelkader Beltas, " le développement du marche du capitaux et la structure des taux d'interet ", édition el Borhane, 2002.
- ALAIN CHOINEL. GERARD ROYER, " le marche financier structures et acteurs", la revue banque éditeur, 7 eme edition,paris 1999.
- Belk,P.A&M.glun:" the management of foreign exchange risk in UK multinational,A empirical investigation",Accounting and Business Research,winter 1990.
- Christian et Mireille Zambotto ," gestion financiére finance de marché ", Dunod , paris 1997.
- Conso. Pierre, Hemici. Farouk, "Gestion Financière de l'Entreprise", 8ème Edition, DUNOD, France 1996.
- COSOB , Guide de la bourse et des opérations boursiers , la bourse d`alger , collection guides plus , 96.
- D.Grimbert et autre ," Les marches émergents" , PARIS , Septembre , 1995
- Don M Chance, "An introduction to derivatives ",published by the Dryden press, fourth edition 19980,
- Elton E,and Gruber M," Risk Reduction and Portfolio Size : an Analytical Solution" journal of busnisse 50,oct 1997.
- Freddrick Amling,Investment, fourth edition,prentece hall inc,New Jersy,
- GASTON DEFOSSE. PAIRE BALLEY, " la bourse des valeurs et les opérations de bourse, édition Bouchene, Alger 1993.
- Livingston, Miles , Money And Capital Markets – Financial Instruments & Their Uses, First Edition, Prentice-Hall Inc, New Jersey., 1990.
- Luc BENET.Ronald, principe technique bancaire, Dunod, paris 2001
- Mourissette, Valeurs Mobiliers et Gestion de Portefeuille, S.M.G, Québec Canada, 2eme édition 1993,
- Noru Parekh, " The paribas derivatives,capital market,hand book 1993,euromoney publications plc in association with paribas capital markets.
- Russell .J. Fuller and James L. Fdrrell .Jr, " Modern Investment and Security Analysis ", Mc. Graw hill ,USA 1987
- Samules,J.M,Wilkes,F.m and Bray Shaw.R.E, Management of Company Finance ,6th.ed, International Thomson Business,1995.

ثانيا : الرسائل العلمية

1- أطروحات الدكتوراه:

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها،أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية،جامعة الجزائر 2006.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة،عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية دراسة تأصيلية تطبيقية،أطروحة الدكتوراه ،،جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،السعودية 1432 هـــ .
- حامد بن داخل بن عبد ربه المطيري،قياس حجم الإقتصاد الخفي وأثره على المتغيرات الإقتصادية الكلية،مع دراسة تطبيقية على المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1970-2009)،أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الاسلامي،جامعة أم القرى 2012.
- سامية زيطاري، " ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية فرع القياس الإقتصادي، جامعة الجزائر، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، 2004.
- سعود بن ملوح العنزي،الصكوك الإسلامية،ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة،أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله،الجامعة الأردنية 2010.
- سعود محمد عبد الله الربيعة، التمويل الإستثماري في الإقتصاد الإسلامي،أطرحة دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي،جامعة أم القرى مكة المكرمة 1996.
- عطا الله علي عودة الله الزبون،محددات النمو والتطور في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (1990-2004)، أطروحة دكتوراه مقدمة بالأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية سنة 2007.
- موسى عمر مبارك أبو محيميد،مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل، أطروحة دكتوراه الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 2008.
- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2003.

2- رسائل الماجستير:

- أحمد إسحاق الأمين حامد،الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها،رسالة ماجستير في الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك،الأردن 2005 .
- أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد،رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية،معهد الدعوة الجامعي لبنان 2009 .

- أحمد عمر شفيق القيشاوي،العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة في سوق فلسطين للأوراق المالية،رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل،الجامعة الإسلامية،غزة 2008.
- تقية إلياس،" عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر "، مذكرة لنيل شهادة الماجيستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة 2004.
- حسين عبد المطلب الأسرج،دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر،رسالة ماجستير في الإقتصاد كلية التجارة،جامعة الزقازيق فرع بنها،مصر 2002.
- خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية،رسالة تخرج لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة،الجامعة الإسلامية بغزة 2006.
- ثالثا:مت سعيد جعفر،سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي وشرعي، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية،جامعة اليرموك بإربد، الأردن 2006.

ثالثا : المجلات العلمية

1- باللغة العربية

- إبراهيم أونور،الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية،مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2011.
- أحمد بوراس،العولمة و الأسو، محدداتلية في الدول النامية ، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 17، جوان 2002
- أميرة حسب الله محمد سليمان،محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، شؤون عربية العدد 119،مصر 2004.
- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004
- حسن عبد العال،سندات الدين وبدائلها الشرعية في البنوك الإسلامية،مجلة إتحاد المصارف العربية، المجلد العشرون العدد 229،جانفي 2000.
- حماد بن عبد الله الحماد،عقد الوكالة في الفقه الإسلامي وتطبيقاته في كتابات العدل بالمملكة العربية السعودية،مجلة العدل العدد 23 رجب 1425 هـ.
- خالد سعد زغلول، " العولمة و الأسواق المالية الناشئة "، مجلة الحقوق العدد الأول، السنة السادسة و العشرون، الكويت مارس 2002،
- رمضان علي شراح، مستقبل الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها و، مجلةا، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001

قائمة المراجع

- عبد الستار أبو غدة، أسلوب المرابحة والجوانب الشرعية التطبيقية في المصارف الإسلامية،مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد الخامس.
- عدنان الهندي، التوريق خطوة ضرورية لتطوير القطاع المالي العربي، مجلالإسلامي دراسة العربية، المجلد السابع عشر، العدد 194،فيفري 1997
- عدنان الهندي،الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية،سنة 1996،
- عمار، منى محمد الحسيني، الهندسة المالية في الفكر التقليدي و الفكر الإسلامي دراسة مقارنة. مجلة البحوث التجارية، (كلية التجارة - جامعة الزقازيق) - مصر , مج 34, العدد1, (2012).
- مسعود أحمد و سودارستان غونيو، الاستثمار بالحافظة و تدفقه إلى البلدان النامية ، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1993.
- مصطفى إبراهيم عبد النبي،أضواء على الهندسة المالية الإسلامية،مجلة المصرفي،العدد 52، جويلية 2009.
- مفيد ذنون يونس،رغيد عماد الدين،تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية،مجلة تنمية الرافدين،العدد 93،المجلد 31 كلية الإدارة والاقتصاد،جامعة الموصل 2009.
- محمد دويكات، بث معلومات التداول عبر الشبكات الإلكترونية ،فلسطين، ملحق صادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية، أكتوبر 2004 .
- محمود عبد العزيز،الأدوات الجديدة في الأسواق العربية،مجلة البنوك، العدد الثاني،ماي جوان
- ممدوح الولي، الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبورصات الأوراق المالية-التجربة العربية-، التقرير الاستراتيجي الرابع الصادر عن مجلة البيان بعنوان،العالم الإسلامي عوامل النهضة وآفاق البناء، السعودية 2007.
- نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية، الأهرام الاقتصادي عدد 72 فبراير 1994،
- نشأت عبد العزيز،فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، جويلية 2002، العدد 269.
- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الإقتصادية في ظل العولمة ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي العدد 58 سبتمبر 1999.

2- باللغة الأجنبية

- Calvo, Guillermo A& Sleonario Liederman and Carmen M.Reinhart, capital inflows and the real exchange factors, IMF working paper. August 1992.
- Chuham , Ppunan , Stiji C;aessens , and Nandu Maming ," equity and bond flows to Asia and Latin America" the role of global and country factors " world bank , working paper , n0: 1160 July 1993
- Fernandez Arias, Eduardo, the new wave of capital inflows: push or pull ", journal of development economics vol 48, 1996.
- Frankel, Jeffery.A and Andrew K Rose, currency crashes in emerging markets an empirical treatment, journal of development economics vol 41, 1998.

قائمة المراجع

- Friedrich Schneider, Andreas Buehn and Claudio E. Montenegro, Shadow Economies all over the World: NewEstimates for 162 Countries from 1999 to 2007. The World Bank, Development Research Group, July 2010.
- Mustafa Babiker, M. Nagy Eltony, Arab Capital Markets Development and Institutions, Journal of Economic & Administrative Sciences Vol. 21, No. 1, June 2005
- Rober A. Feldman and Manmoban S.Kumar, Emerging Equity markets Growth Benefits and policy Issue ", World Bank research observer .vol 10.n^{02} August 1995.
- Rober.Heith, the statistical measurements of financial derivatives, IMF Working paper March 1998.
- Ross Levine & sara Zervos,capital control liberalization and stock market development;the working paper,W.B,Washington,1996
- Rumeen Islam , " should capital flouws be regulated A look at issue policies " , working paper N^{0} 2293 , world bank 2000
- Rodney Wilson , Capital Market Development in North Africa: Current Status and Future Potential,Economic Brief, African Development Bank 2012
-

رابعا: الجرائد

- سامر سنقرط، تأثير التضخم المرتقب على بورصة عمان،جريدة الدستور، الأحد، 25 نوفمبر 2012
- السويلم، سامي إبراهيم المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد، جريدة الاقتصادية، العدد 4730، 23 سبتمبر 2006.

http://www.aleqt.com/2006/09/23/article_57834.html le 03/06/2014

- زيد عيادات، التجربة الماليزية.نموذج للمصرفية الإسلامية،جريدة الاقتصادية العدد 5926 بتاريخ 01 يناير 2010

http://www.aleqt.com/2010/01/01/article_327468.html le 03/06/2014.

خامسا: المؤتمرات

- جاسم علي الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة
- حسان حسين حامد، صكوك الاستثمار الإسلامي، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي الدورة التاسعة عشر – الشارقة، الإمارات العربية المتحدة 30 – 26 أفريل 2009.
- زاهار الدين محمد الماليزي،تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية،مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 1 مايو 3 – يونيو 2009
- صلاح زين الدين،سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنمو، المؤتمرد دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها، المؤتمر العلمي السنوي الـــ 18 للاقتصاديين المصريين،الجمعية المصرية،للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة 7-9 أفريل 1994.

- عبد القادر شاشي، العقود الإسلامية الممكنة لتمويل الزراعة،المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية،البحرين 7-8 مايو 2012.
- عبد المجيد الصلاحين،صناديق الاستثمار الإسلامية،مفهومها خصائصها وأحكامها مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة 6- 9 مارس 2007 .
- فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها،بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر،الشارقة الإمارات 2009.
- فتح الرحمن علي، محمد صالح. دور الصكوك الإسلامية في تم، قرارلمشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008.
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي،قرار رقم 137 (15/3)،بشأن صكوك الإجارة، الدورة الخامسة عشر، مسقط 14 -19 محرم 1425هـ، قرار رقم 196 (2/21)، بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة الحادية والعشرون، الرياض 15 -19 محرم 1435هـ
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، القرار رقم 30(4/5)، العنصر الرابع، بند (09)، مجلة المجمع، العدد الرابع، 1809/3، جدة، 1988.
- مجلة سوق المال الفلسطينية،العدد 29،جوان 2013،
- محمود فهمي، الإطار القانوني والتنظيمي لسوق رأس المال في مصر، مؤتمر نحو سوق مالية كفء في مصر، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، القاهرة 26-27 فبراير 1997.

سادسا: المراسيم والقوانين التنظيمية

السعودية:

- هيئة السوق المالية السعودية، قواعدر رقم 2004/11/3 المتعلق بقواعد التسجيل والإدراج الصادر بتاريخ 4-10-2004
- هيئة السوق المالية السعودية،قواعد مركز إيداع الأوراق المالية،قرار رقم (2012/17/2) بتاريخ 2012/04/29.
- هيئة السوق المالية السعودية، قواعد مركز إيداع الأوراق المالية، قرار رقم (2012/17/2) بتاريخ 2012/04/29.
- المرسوم الملكي السعودي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ الموافق 2003/7/31 المتعلق نظام السوق المالية.

البحرين:

- مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية، قرار رقم 2001/06 الصادر بتاريخ 2001/11/19 المتعلق بتقديم خدمة التداول عن بعد في سوق البحرين للأوراق المالية.

- مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية قرار رقم 2001/20 المؤرخ في 2001/12/30 المتعلق بإجراءات التسوية والتقاص والإيداع المركزي بسوق البحرين للأوراق المالية.
- مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية، القرار رقم 3 لسنة 2000،المؤرخ في 2000/10/21، المتعلق بقواعد المقاصة والتسوية والإيداع المركزي بسوق البحرين للأوراق المالية، المادة 06.
- مجلس إدارة سوق البحرين، قراراق المالية،قرار رقم 20 لسنة 2001 المؤرخ في 2001/12/30،المتعلق بإجراءات التسوية والتقاص والإيداع المركزي بسوق البحرين للأوراق المالية.
- وزارة التجارة والزراعة،قرار رقم 13 لسنة 1988 المتعلق باللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية،

قطر:

- هيئة قطر للأسواق المالية، نظام طرح وإدراج الأوراق المالية، نوفمبر 2010.
- هيئة قطر للأسواق المالية، قواعد التعامل في شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية.
- قانون رقم (8) لعام 2012، المؤرخ في 2012/08/7،بشأن هيئة قطر للأسواق المالية.

الأردن:

- مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.
- مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004.
- مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية قرار رقم 2012/295 بتاريخ 2012/7/4.

فلسطين:

- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية قرار (2012/14)المتعلق بنظام إدراج الأوراق المالية في بورصة فلسطين.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية قرار (20/4) المتعلق بنظام تداول الأوراق المالية في بورصة فلسطين.
- سوق فلسطين للأوراق المالية،تعليمات التداول عبر الانترنت، بتاريخ 2007/01/31.
- السلطة الوطنية الفلسطينية،قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية،قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004.

لبنان:

- الجمهورية اللبنانية، مرسوم رقم 7667 المتعلق بالنظام الداخلي لبورصة بيروت.
- الجمهورية اللبنانية قانون رقم 161 المؤرخ في 2011/08/17 المتعلق بالأسواق المالية.
- الجمهورية اللبنانية قانون رقم 139 المؤرخ في 1999/10/26 المتعلق بإنشاء وديع مركزي.

مصر:

- الهيئة العامة للرقابة المالية قرار رقم 30 لسنة 2002 المعدل بتاريخ جويلية 2010 المتعلق بقواعد قيد الأوراق بالبورصة المصرية.

قائمة المراجع

- الهيئة العامة للرقابة المالية قرار رقم 81 بتاريخ 2011/10/17 المتعلق بقواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة.
- الهيئة العامة للرقابة المالية أهم ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010، القاهرة 2010.
- جمهورية مصر العربية، قانون رقم 10 لسنة 2009 الخاص بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، الجريدة الرسمية، العدد 9، الصادر بتاريخ 1 مارس 2009.

المغرب:

- المملكة المغربية، قانون رقم 211-93-1 المؤرخ في 1993/09/21 المتعلق ببورصة القيم .
- المملكة المغربية، قانون رقم 212-93-1، المؤرخ في 1993/09/21، المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها.
- المملكة المغربية، قانون رقم 35-96، المؤرخ في 1997/01/09، المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيد بعض القيم في الحسابات.
- بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 196/08، المؤرخ في 2008/10/17، متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكتل.
- بورصة الدار البيضاء، إشعار رقم 167/08، المؤرخ في 2008/10/24، متعلق بالمعايير المعتمدة للتسعير
- بورصة الدار البيضاء،إشعار رقم 195/08، المؤرخ في 2008/10/22،متعلق بطرق احتساب الحجم الأدنى للكتل.

الجزائر:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993.المعدل والمتمم للأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993
- النظام العام للجنة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997.
- Règlement COSOB n°12-01 du 18 Safar 1433 correspondant au 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 17 Rajab 1418 correspondant au 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières. (Paru au JORA n°41 du 15/07/2012)
- SGBV, DÉCISION N° 02/98 de le 22 mars 1998, relative les RÈGLES DE GESTION DES SÉANCES DE NÉGOCIATIONS A LA BOURSE DES VALEURS,

ثامنا: المواقع الإلكترونية

- حسام الدين محمد، ما هي البورصة وفوائدها للشخص

http://www.islamonline.net/arabic/economics 10 / 04 / 2006

- حسان خضر، قواعد و إجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية ، المعهد العربي للتخطيط

http//:www.arab-api.org le 16/08/2005

- محمد أيمن عزت الميداني، إشكالية تطوير أسواق الرأسمال في سورية
http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm#1,: 12/08/2006
- بورصة قطر للأوراق المالية http://www.qe.com.qa 20/01/2014
- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني،متغيرات الحسابات القومية الفلسطينية
http://www.pcbs.gov.ps/Portals/_Rainbow/Documents/MajorCurrentA1994-2011.htm 2014 /05/14
- http://www.club-du-cac40.com/definition.htm le 28/03/2006
- http://www.schumann-bourse.fr/articles/bourse_indice%20boursier.htm 28.03.2006
- http://www.tadawul.com.sa/ 28-03-2006
- http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/main_ar/main.asp 25-07-2006
- http://www.ase.com.jo/ar/node/1212 24/05/2014.
- http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx 16/12/2013
- http://www.nilex.com.eg/ar/
- http://www.egx.com.eg/arabic/Trading_System.aspx 23/02/2013
- https://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx?pageid=36 le 23/02/2013.
- http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/19/12/2013
- http://www.sgbv.dz/system-RL.php le 24/12/2013.
- http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ. le 08/08/2006.
- http://www.Islamic-world.net/ Malaysian Islamic Capital market le 08/08/06.
- http://www.ey.com/global/content.nsf/Malaysia/LIOFC le 08/08/2006.

تاسعا: التقارير

1-باللغة العربية

- البنك الأهلي المصري، تطور سوق رأس المال في مصر، النشرة الاقتصادية، المجلد 45، القاهرة 1992.
- البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2008.
- البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، 2012.
- بنك الجزائر،النشرة الإحصائية الثلاثية رقم 21، مارس 2013.
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2002 / 2003).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2003/ 2004).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2004 / 2005).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2005 / 2006).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2006 / 2007).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2007 / 2008).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2009 / 2010).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2010 / 2011).
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2011 / 2012).

- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، متغيرات الحسابات القومية الفلسطينية، التقرير الصحفي للحسابات القومية للربع الأول 2013 ، جوان 2013.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2003.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2004.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2005.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2006.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2007.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2008.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2009.
- بورصة البحرين، التقرير السنوي 2010.
- بورصة البحرين للأوراق المالية، النشرة السنوية 2011.
- بورصة البحرين للأوراق المالية، النشرة السنوية 2012.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2003.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2004.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2005.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2006.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2007 .
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2008.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2009.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2010 .
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية2011.
- بورصة بيروت الإحصاءات السنوية 2012.
- بورصة عمان للأوراق المالية، التقرير السنوي 2011.
- بورصة عمان للأوراق المالية، التقرير السنوي 2012.
- بورصة قطر للأوراق المالية، التقرير السنوي 2011.
- بورصة قطر للأوراق المالية، التقرير السنوي 2012.
- السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي 2003.

- سلطة النقد الفلسطينية، التقرير السنوي 2010.
- سلطة النقد الفلسطينية، التقرير السنوي 2012.
- سوق فلسطين للأوراق المالية،دليل الشركات 2011.
- صندوق النقد الدولي،قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي أفريل 2010.
- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي 2005.
- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي 2007.
- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي 2009.
- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي 2011.
- صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي 2012.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2004.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2007.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2009.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2011.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الرابع 2012.
- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية،النشرة الفصلية الربع الأول 2006.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2005.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2006.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2007.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2008.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2009.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010.
- مجلس القيم المنقولة المغرب، التقرير السنوي 2005.
- مجلس القيم المنقولة المغرب، التقرير السنوي 2007.
- مجلس القيم المنقولة المغرب، التقرير السنوي 2012.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي التقرير 49 لعام 2013
- مركز إيداع الأوراق المالية الأردني،التقرير السنوي 2011.
- مصرف البحرين المركزي، التقرير الاقتصادي2007.

- مصرف البحرين المركزي، التقرير الاقتصادي 2009.
- مصرف البحرين المركزي، النشرة الإحصائية، ديسمبر 2012.
- مصرف قطر المركزي، النشرة الإحصائية الفصلية، العدد 4 ديسمبر 2012.
- هيئة سوق المال، التقرير السنوي 2011.
- هيئة سوق المال، التقرير السنوي 2010.
- هيئة سوق المال، التقرير السنوي 2009
- هيئة سوق المال، التقرير السنوي 2008.
- هيئة سوق المال، التقرير السنوي 2007.
- هيئة سوق المال، التقرير السنوي 2006.

2- باللغة الأجنبية

- Bank AL-Maghrib, Statistiques Monetaires,December, 2012.
- Banque Du Liban, Financial Markets Handbook, December 2011.
- Banque Du Liban, Financial,Quarterly Bulletin, Fourth Quarter 2012.
- Bursa Malaysia ,Annual Report 2013.
- Bursa Malaysia ,Annual Report 2007.
- Bursa Malaysia ,Annual Report 2009.
- International Monetary Fund,World Economic Outlook, Time series, October 2013
- LE dépositaire central des titres , Bulletin de COSOB , N^0 04, Juillet 2003 ,
- MSCI Country Classification Standard, December 3, 2013
- World Development Indicators & Global Development Finance. Time series, The World Bank. 18 December, 2013
- World Federation of Exchanges, Annualr Report and Statistics,Paris 2008.
- World Federation of Exchanges, Annualr Report and Statistics,Paris 2010
- World Federation of Exchanges, Annualr Report and Statistics,Paris 2012
- Palestine Exchange Investor Monthly Newsletter Issue N^0:21 December 2011,Issue N^0: 33 December 2012
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2013.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2012.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2011.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2010.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2009.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2008.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2007.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2006.
- Secutities Commission Malaysia,annual report 2005.
- Zawya Sukuk Quarterly Bulletin, Issue 20 - 4Q 2013.
- Zawya Sukuk Quarterly Bulletin, Issue 12 - 4Q 2011.
- Zawya Sukuk Quarterly Bulletin, Issue 16 - 4Q 2012.

.