

الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية (سوق القيم المنقولة):

الأوراق المالية هي صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم أو لمدة عدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب التغيرات الظروف الاقتصادية.

ومن خلال هذا سوف نتطرق إلى تعريف وخصائص وأنواع كل من الأسهم والسندات فيما يلي:

أولاً: السندات

تعد السندات إحدى أشكال الاستثمار المضمون في الأصول المالية ويعرف السند بأنه : صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند برد القيمة المدونة على السند بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند وذلك من خلال فترة زمنية متفق عليها. كما يعرف من الناحية القانونية بأنه: نوع من أنواع عقود التمويل المباشر المستند إلى علاقة دائنية بين صاحب الفأض من رأس المال (حامل السند) وصاحب العجز منه (مصدر السند) يتضمن معدل الفائدة المتفق عليها وأجل الاستحقاق وكذا طريقة التسديد إضافة إلى القيمة الاسمية للسند الواحد.

نستنتج أن السند يعتبر بمثابة اتفاق بين المنشآت والمستثمر، والسند يكون لحامله، وهو بذلك ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء التنازل وقد يكون اسمي، ويثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرتها.

تتمثل خصائص السندات فيما يلي:

- السند وثيقة قرض تثبت أن حامله دائن اتجاه المؤسسة التي أصدرته ؛
- يستفيد حامل السند من دخل ثابت ومعروف مسبق يتمثل في الفائدة ويحصل عليه طول عمر السند ؛
- من خصائص السندات التداول في بورصة الأوراق المالية ؛
- حامل السند ليس له أي حق في التدخل في شؤون تسيير المؤسسة ؛
- في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأسمال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة بالإضافة إلى هذه الخصائص هناك أخرى جوهرية. وهي تدلنا على العوامل التي تميز السند عن غيره من السندات وكذلك الورقة المالية وتشمل:
 - أ . الكوبون (كيفية التسديد) : وهو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند ويتحدد معدله بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات والتي لها نفس درجة المخاطرة.
 - ب . تاريخ الاستحقاق : يشير إلى الفترة التي يحصل فيها حامل السند على القيمة الاسمية للسند ، وهناك نوعين تاريخ الاستحقاق فعلي وأصلي.
 - ج . القيمة الاسمية : وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق.
 - د . شروط نقل الملكية : لا يتم نقل الملكية السند القابل للتداول إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد من سجلات الشركة.

1. السندات الدائمة : وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد والوسيلة الوحيدة لتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر ، وهذا لا يمنع المنشأة المصدرة من كراء السندات التي أصدرتها من السوق مباشرة .

2. السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد : هي سندات التي لها تاريخ استحقاق وفي هذا التاريخ يتقدم حامل السند إلى المنشأة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

3. السندات القابلة للاستدعاء : وهي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها ، وتقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء اعتمادا على سعر الفائدة السائدة في السوق .

4. السندات ذات العائد الصفري : هذا النوع من السندات لا يمنح المستثمر فوائد دورية وإنما يحصل المستثمر على جل الفوائد عند تاريخ الاستحقاق ، وعند بيع السند تتمثل الفائدة على هذا النوع من السندات في الفرق بين القيمة التي اشترى بها المستثمر والقيمة الاسمية التي يبيع بها السند.

5. السندات ذات معدل الفائدة المتحرك : يتم في تعديل معدل الكربون بصورة دورية لكي يعكس أثر التضخم ، لان التضخم يجعل الفائدة المحل عليها غير كافية لتعويض المستثمر.

6. السندات الرديئة : يقصد بها تلك السندات التي يرفع مقدار المخاطرة المرتبطة بالعائد المتحقق (عادة ما تكون السندات رديئة عن انخفاض الجدارة الائتمانية لمصدرها خصوصا في فترات التغيرات المعنوية في أسعار الفائدة السوقية).

7. السندات القابلة للتحويل : يعني أن السندات المصدرة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية. إما اختيارية أي برغبة حامل السند ، أو إجبارية عن طريق استدعاء حملة تلك السندات.

المحاضرة الثانية:

ثانيا : الأسهم

هي نوع آخر من أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية ولها عدة مفاهيم نذكر منها:

. السهم هو عبارة عن حصة متساوية من رأسمال شركة مساهمة ، ويتم تقديم الحصة من طرف الشريك

لأي شخص مكتتب مقابل الحصول على وثيقة تسمى السهم وتحصيل قيمة الاسمية.

. السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزا في جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع

الاستفادة من كل الحقوق وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.

ونستخلص مما سبق أن : السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته

الاسمية ، وعليه فحامل السهم هو شريك في المؤسسة ، وللأسهم خصائص وأنواع نذكرها فيما يلي:

1- خصائص الأسهم:

للأسهم عدة خصائص وهي:

-يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في

حالة تحقيق المؤسسة لخسائر ؛

-الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير ، وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة بالأفق الاقتصادي

لهذه المؤسسة ؛

-السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل ، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها ، فالسهم يعتبر

بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم ؛

-صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت المتخذة الخاصة ؛

-يشكل السهم موضوعا للمضاربة في البورصة ؛

-في حالة تصفية المؤسسة ، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوف حقوقهم باعتبارهم شركاء ؛

-من خصائص الأسهم إنها قابلة للتداول ببورصة الأوراق المالية ؛

2- أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم إلى أربع فئات:

1. من حيث الشكل الذي تظهر به:

أسهم اسمية : وهي الأسهم التي تسجل عليها معلومات منها اسم مالكيها والقيمة الاسمية للسهم بجانب بيانات عن الشركة المصدرة لها ولا يجوز التنازل عنها أو نقل ملكيتها عن طريق البيع في البورصات الأوراق المالية إلا بعد توقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة واثبات ذلك في دفاتر الشركة.

الأسهم لحاملها : وهي أسهم لا يذكر فيها اسم المساهم ، ويعتبر حاملها مالكا كما يمكن التنازل عنه من شخص لآخر ولا تلتزم الشركة إلا بمالك واحد فقط للحصول على حقوقه ، وهو الحائز حتى ولو حصل عليه بطرق غير قانونية.

الأسهم لأمر : الشركة تصدر أسهمها لأمر ، وتشتترط أن تكون كاملة الوفاء أي دفع كل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم.

2. من حيث نوع الحصة التي يدفعها:

الأسهم النقدية : وهي أسهم يجب دفع قيمتها نقدا ، ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية ، إلا بتحديد الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

الأسهم العينية : وهي التي تمثل حصة عينية من رأسمال الشركات كعقار أو مصنع ... الخ مقدرة ومصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية ولا تسلم هذه الأسهم لأصحابها ، إلا بعد تسليم المقدمات التي تقابلها وتعتبر قيمة مدفوعة بالكامل ، وقد منع القانون تداول الأسهم العينية إلا بعد سنتين من إصدارها .

الأسهم المختلطة : وهي التي يدفع بعض قيمتها عينا والباقي يدفع نقدا.

3. من حيث الحقوق التي يخولها السهم:

أسهم ممتازة : تخص دون غيرها من الأسهم ببعض الامتيازات كما يطلق عليه اسم أولوية وأفضلية ، ويتخذ هذا الامتياز الممنوح أحد الصور التالية:

-الأولوية في الحصول على الأرباح أو في قسمة ناتج التصفية ؛

-منح حامله أصواتا في مداوات الجمعية العامة ، سمي السهم بالصوت المتعدد ؛

-منح حامله حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الشركة عند تقرير زيادة رأسماله ؛

أسهم عادية : وهي أكثر أنواع الأسهم انتشارا لأنها تمثل الأهل ولا تعطي أصحابها أي امتيازات.

والسهم العادي هو صك وله ثلاثة قيم ،قيمة اسمية ،ودفترية ،وقيمة سوقية والقيمة السوقية تعتبر هي التقديم الحقيقي للسهم وهي تتوقف على العائد المتوقع من نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر.

4. من حيث علاقتها برأس المال : وهي أسهم رأس مال ، أسهم تمتع :

-إن أسهم رأس المال هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها.

-أسهم التمتع وهي الأسهم التي استهلكت قيمتها ،ويقصد باستهلاك السهم الشركة بدفع القيمة الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة ودون انتظار لإنهاء أجلها وتصفيتها ،وذلك بسبب تعلق نشاط الشركة في استغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية ،أو مرفق من المرافق العامة ممنوح لمدة محدودة أو بوجه من أوجه الاستغلال مما يستهلك بالاستعمال أو يزول بعد فترة معينة وهكذا فان الأسهم

المحاضرة الثالثة:

المحور الثاني: صندوق النقد الدولي والبنك العالمي

تعتبر المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي) مميزات مالية رئيسية للنظام الرأسمالي، وقد اعتبرت مؤسسات مشرفة على النظام المالي والنقدي الدولي منذ نشأتها بالرغم من اختلاف المهام الموكلة لكل مؤسسة.

1- صندوق النقد الدولي:

يعتبر صندوق النقد الدولي المؤسسة الدولية الوحيدة المشرفة على النظام النقدي الدولي القائم على التغطية الجزئية للعملات المختلفة بغطاء ذهبي، نشأ هذا الصندوق بموجب اتفاقية بريتن وودز التي دخلت حيز التنفيذ سنة 1944 من أجل تحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

- مساعدة البلدان المختلفة في الحفاظ على أسعار صرف ثابتة لعملاتها.
- خلق توافق نسبي بين السياسات النقدية لمختلف البنوك المركزية لضمان كفاءة التمويل عبر الأجهزة البنكية.
- تحرير المبادلات التجارية الدولية من القيود النقدية، باعتماد عملة واحدة مقبولة للتبادل الدولي تتمثل في الدولار الأمريكي.
- الحفاظ على الأرصدة الذهبية للدول، بإخراجها من دائرة التسويات الدولية للمدفوعات الناجم عن المبادلات وعن العمليات الاقتصادية على الصعيد الدولي.

عند إنشاء صندوق النقد الدولي سنة 1944 بموجب اتفاقية بريتن وودز في الولايات المتحدة الأمريكية، اهتم في الأساس بمراقبة عمليات تغطية العملات المختلفة بغطاء ذهبي كامل، وإن كانت الأغراض من ذلك جيوسياسية ناجمة بالأساس عن نتائج الحرب العالمية الثانية بالرغم من معارضة بعض دول الحلفاء. بعد مراجعة الاتفاقية سنة 1971، وظهر مزايا نسبية لبعض الدول الصناعية التي تعرف عملاتها

انخفاضاً بفعل تدني مستوى الرصيد الذهبي في خزائن بنوكها المركزية، وهو الشيء الذي سبب نزيفاً في رصيد العملة الأجنبية الصعبة المقبولة لتسوية المدفوعات الدولية (الدولار الأمريكي)؛ أين قام صندوق النقد الدولي بفك الارتباط بين العملات والغطاء الذهبي في إطار ما سمي بـ 'تعويم أسعار صرف العملات'.

تستند العمليات الاقتصادية والمالية والرقابية التي يمارسها صندوق النقد الدولي إلى النظرية النقدية لمدرسة شيكاغو (مدرسة ميلتون فريدمان) التي تنص على أن للبنوك المركزية لمختلف الدول دور أساسي واحد فقط ضمن أهداف السياسات الاقتصادية العامة هو 'تحقيق الاستقرار النقدي' ومحاربة التضخم باعتباره ظاهرة نقدية بحتة. وأن النمو الاقتصادي يبعث عن طريق توفير رؤوس الأموال (الكتل النقدية) وتسهيل الائتمان وتخفيف شروط الحصول على القروض على الصعيد الدولي، إضافة إلى تنسيق الجهود الدولية للحفاظ على الاستقرار النقدي ومنه الاستقرار الاقتصادي العالمي.

تتمثل مسؤوليات صندوق النقد الدولي (حسب تحديث سنة 2012) في كل السياسات المؤثرة على الاقتصاد الكلي والقطاع المالي التي تتحكم في الاستقرار العالمي، ويمكن أن نوجزها فيما يلي:

- **الرقابة:** حفاظاً على الاستقرار ومنعاً لوقوع الأزمات في النظام النقدي الدولي، يستعرض الصندوق سياسات البلدان الأعضاء وغير الأعضاء (التطورات الاقتصادية والمالية) على المستويات الوطنية والإقليمية والعالمية من خلال نظام رسمي يسمى الرقابة، بحيث يقدم الصندوق للبلدان الأعضاء (وعددهم 188 بلداً) تقارير وإرشادات مشجعة إياهم على اعتماد سياسات تحد من الأزمات تعزز الاستقرار الاقتصادي وترفع من مستويات الرفاه. كذلك يقدم الصندوق تقييماً منتظماً للتطورات العالمية المحتملة من خلال تقارير 'أفاق الاقتصاد العالمي' وتقارير حول تطورات الأسواق المالية من خلال 'تقارير الاستقرار المالي العالمي' وتطورات الموارد

العامة من خلال 'تقرير الراصد المالي' إضافة إلى مجموعة واسعة من المنشورات الدورية حول تطورات وآفاق الاقتصاديات الإقليمية.

- **المساعدات المالية:** يقدم صندوق النقد الدولي للبلدان الأعضاء في حدود ما هو متاح لها، الفرصة لتصحيح مشكلاته المتعلقة بميزان المدفوعات، حيث تصمم السلطات الوطنية برامج للتصحيح الاقتصادي بالتعاون الوثيق مع الصندوق بتمويل منه (في إطار ما يسمى بالقروض المشروطة) ويستمر هذا الدعم المالي بقدر فعالية تنفيذ هذه البرامج وتحقيق أهدافها. خلال التدايعات الحرجة التي تعرضت لها البلدان الأعضاء بعيد الأزمة المالية العالمية، قام صندوق النقد الدولي بتكثيف طاقة الإقراض المتوافرة لديه في إطار 'عمليات إصلاح شاملة كبرى' وتم إدخال آليات جديدة يستخدمها الصندوق في منح القروض لإتاحة أدوات مرنة لمنع الأزمات خصوصا في البلدان التي تتميز بقوة سياساتها الاقتصادية وبأطرها المؤسسية. وفي هذا الصدد أيضا ضاعف الصندوق من قدرته الإقراض تجاه البلدان الأفقر في العالم.

- **المساعدات الفنية:** يقدم الصندوق المساعدات التقنية والفنية للبلدان الأعضاء من خلال تدريب المسؤولين فيها على رسم وتنفيذ السياسات الفعالة في عدة مجالات، منها الضريبية وتسيير الإنفاق العام، والسياسة النقدية وأسعار الصرف والرقابة في النظام البنكي والنظام المالي والأطر التشريعية وأجهزة الإحصاء.

- **حقوق السحب الخاصة:** يصدر الصندوق أصلا احتياطيا دوليا يسمى 'حقوق السحب الخاصة' ويمكن استخدامه كعنصر مكمل للاحتياطات الرسمية للبلدان الأعضاء، كما يمكن للبلدان الأعضاء مبادلة حقوق السحب الخاصة بين بعضها البعض. يستمد الصندوق موارده المالية (بما فيها حقوق السحب الخاصة) من مصدر رئيسي هو حصص مساهمة بلدانه الأعضاء التي تمثل أساسا الانعكاس لمراكز الأعضاء النسبية في الاقتصاد العالمي. وتبلغ الموارد الإجمالية للصندوق حاليا (نهاية العام 2018) نحو 330 مليار دولار أمريكي (أي ما يعادل 240 مليار وحدة

حقوق السحب الخاصة)، إضافة إلى موارد أخرى مكملة كالاقتراض بصفة مؤقتة والتي تصل إلى حدود 200 مليار دولار أمريكي.

المحاضرة الرابعة:

2- البنك العالمي:

أنشأ البنك العالمي سنة 1944 لأجل إعادة إعمار أوروبا بعد نهاية الحرب العالمية الثانية، كبنك للإنشاء والتعمير (وهو هيئة ذات غير إنمائي تابعة للأمم المتحدة). تم ضمن البنك الدولي للإنشاء والتعمير إلى المؤسسة الدولية للتنمية (التي تعنى بمساعدة الدول الأكثر فقرا في العالم) ليشكلا معا مجموعة البنك الدولي.

يقدم البنك الدولي للإنشاء والتعمير بصفته أكبر بنك إنمائي في العالم، منتجات مالية واستشارات بشأن مساعدة البلدان على الحد من الفقر وتوسيع نطاق المنافع المتأتية من النمو المستدام لنصل إلى جميع شعوب هذه البلدان.

يضم حاليا البنك الدولي للإنشاء والتعمير 189 بلدا، بحيث يقدم قروضا وضمانات ومنتجات إدارة المخاطر وخدمات استشارية للبلدان متوسطة ومنخفضة الدخل المتمتعة بالأهلية الائتمانية، وكذلك من خلال تنسيق جهود الاستجابة والتصدي للتحديات الإنمائية على المستوى الإقليمي والعالمي.

تعتبر مجموعة البنك الدولي شريكا مهما للبلدان متوسطة الدخل (التي يتراوح فيها الدخل الفردي السنوي بين 800 و 9000 دولار أمريكي) باعتبارها بلدا مساهمة فيها ومتعاملة معها. بحيث تعتبر المجموعة هذه البلدان المحرك الرئيسي للنمو العالمي، فهي قادرة على تمويل برامجها الإنمائية جزئيا من جهة وهي مجالات خصبة للاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية.

تركز المجموعة على هذه البلدان متوسطة الدخل لعدد الأسباب الموضوعية الأخرى، إذ أن هذه البلدان تمثل 70% من مجموع فقراء العالم، وهي كذلك عرضة للتأثير السريع بالهزات المالية والاقتصادية المتأتية من بيئة الأعمال الدولية.

تتمثل المهام الرئيسية للبنك الدولي للإنشاء والتعمير في الآتي:

- توفير حلول تمويلية مبتكرة في مجالات توفير السيولة وإدارة المخاطر التمويلية والمنتجات المشتقة من القروض ومن ضمانات القروض أيضا.
- نشر المعرفة والخدمات الاستشارية (بالنسبة للبلدان الأعضاء التي تطلب مساعدة مجموعة البنك الدولي).
- تقديم الخبرات والكفاءات في مجالات تسيير البرامج الإنمائية ومختلف مشاريع البنية التحتية التي تتضمنها خصوصا في مجالات التعليم والصحة والتأمينات الاجتماعية.
- المساعدة التقنية والمالية في مجالات إدارة الأصول العامة وإدارة الديون السيادية والائتمان العام.
- يساعد كذلك البنك الدولي للإنشاء والتعمير الحكومات على تحسين إدارة الموازنة العامة وتحسين مستويات أرصدها الجارية، وتحسين مناخ الاستثمار، ومعالجة معوقات تقديم الخدمات وتعزيز الحوكمة المؤسسية.

في حين تتمثل المهام الرئيسية للمؤسسة الدولية للتنمية في الآتي:

- تركز المؤسسة على تقديم الدعم لاستراتيجيات الحد من الفقر في دول العالم الأكثر فقرا.
- تساهم المؤسسة في زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلدان الأكثر فقرا في العالم، عبر المنتجات المالية المبتكرة التي يصدرها البنك الدولي للإنشاء والتعمير.

- تقدم المؤسسة الدولية للتنمية إلى هذه البلدان اعتمادات وقروض ومنح معفاة من الفائدة، الغرض منها تطبيق برامج واستراتيجيات تحسين المستوى المعيشي للأفراد ورفع إنتاجية المؤسسات العاملة في قطاعات البنية التحتية.

يتم تمويل مجموعة البنك الدولي، من مساهمات الدول الأعضاء في البنك العالمي، بحيث يعتبر المؤسسة المالية الأكثر جدارة ائتمانية في العالم لعقود من الزمن (منذ سنة 1959)، بحيث تتيح له هذه الدرجة من التصنيف الائتماني (AAA) الحصول على قروض منخفضة التكلفة من الأسواق المالية في العالم أجمع. وعموما، تعتبر مساهمات الدول الأعضاء ضئيلة نسبيا بالنظر إلى حجم الموارد الهائلة التي يتحصل عليها البنك الدولي عبر سندات أو ودائع أو قروض، والتي يحولها إلى إعتمادات لفائدة البلدان المستحقة التي تتوفر على شروط مبدئية تكون مؤهلة للإقراض من قبل المجموعة.

ويحقق البنك الدولي دخلا سنويا معتبرا من العوائد على حقوق ملكيته ومن الفوائد المتدنية نسبيا التي يتحصل عليها جراء توظيفه لموارده، ويستخدم البنك الدولي هذا الدخل في تغطية مصاريف التشغيل الخاصة به وفي تعزيز مركزه المالي للاستفادة منه في الاقتراض مستقبلا.

المحاضرة الخامسة:

المحور الثالث: البورصة والتمويل الدولي

تعرف الأسواق المالية الدولية على أنها أسواق منظمة، يتم فيه تنظيم طرح وتداول القيم المنقولة (ذات الملكية وذات الدين) لشركات وحكومات من خارج البلد الذي تتواجد فيه السوق.

كما تعرف على أنها كل العوامل المتحكمة في تداول الأوراق المالية ذات المنشأ الذي يكون خارج دولة التداول.

تعتبر أغلب الأسواق المالية الدولية أسواقاً مختلطة، أي أنها تقبل تداول الأوراق المالية ذات المنشأ المحلي وكذا ذات المنشأ الأجنبي.

تتميز هذه الأسواق بنفس خصائص الأسواق المالية المحلية، من حيث التنظيم والهيكل واعتماد آليات العرض والطلب، بينما تكمن النقطة الجوهرية للاختلاف في كون الأسواق المالية الدولية تضع شروط مغايرة لشروط تداول الأوراق المالية المحلية، تتعلق أساساً بالجدارة الائتمانية في حالة القيم الدائنية، ومستويات الربحية بالنسبة للأوراق المالية المعبرة عن الملكية.

تعتبر أشهر البورصات العالمية، مثل بورصة وول ستريت وبورصة لندن وباريس وطوكيو وفرانكفورت وغيرها أسواقاً مالية دولية، كونها تقبل تداول كثير من الأدوات المالية الدولية كشهادات الإيداع الدولية والعملات وكذا أسهم الشركات متعددة الجنسيات، فضل عن قبول تداول سندات حكومية لمختلف الدول، على رأسها سندات الخزنة الأمريكية لمختلف الأقاليم.

فيما يلي سنأتي على استعراض مفهوم هذه الأدوات، كل على حدة:

- شهادات الإيداع الدولية: هي أدوات مالية قابلة للتداول في البورصات الدولية، بحيث تقوم بإصدارها المؤسسات أو البنوك الدولية بعملة صعبة (الدولار الأمريكي، اليورو أو أي عملة أخرى متداولة في أسواق Forex) مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع الشركة المصدرة محلياً، ويتم إيداع تلك الأسهم لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار (في المعتاد يكون بنكاً محلياً) ومن ثم فإن هذه الشهادات يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية ولأن مالك شهادات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المحلية المقابلة لها (حسب

نسبة تحويل متفق عليها) فإن له كافة حقوق مالك السهم المحلي، من حيث التوزيعات النقدية أو العينية وبيع الأسهم.

- عقود العملات: تتباين عقود العملات كأدوات مالية دولية بين عقود مستقبلية وعقود خيارات وعقود مبادلة فروق أسعار العملات، بحيث تسري على عقود العملات نفس القواعد والخصائص التي تسري على بقية عقود الخيارات والعقود المستقبلية. غير أن عقود مبادلة فروق أسعار العملات هي خاصة مميزة لأسواق العملات فقط، بحيث تعتمد تقنية هذه العقود على تبادل الفروق التي تقع بين تاريخ التعاقد وتاريخ التنفيذ على عملة معينة في العقود المستقبلية بالنسبة لمتعاملين اثنين أو أكثر بناء على توقعات كل منهما/ منهم. وتجدر الإشارة أن عقود مبادلة فروق أسعار العملات مبنية على اختلاف احتياجات المتعاملين لمختلف العملات المستندة إلى تحديد سعر التبادل للفروق الحاصلة بتاريخ التنفيذ في كلا العقدين المستقبليين المبرمين من قبل المتعاملين.

- عقود السلع: تتميز أسواق السلع بكونها أسواقا دولية في الغالب، بحيث يتم تبادل السلع الاستراتيجية (غذائية أو معادن أو مواد طاقوية) على الصعيد الدولي في بورصات دولية منظمة (كبورصة لندن أو بورصة طوكيو). يتم تداول هذه السلع بمختلف عقود المشتقات كالعقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود مبادلة السلع، والتي تعتبر عقودا نمطية قابلة للتداول حتى في أسواق القيم المنقولة كأدوات مالية دولية.

- السندات الدولية: تعتبر السندات الدولية أداة مكملة لشهادات الإيداع الدولية من ناحية طبيعة القيم المنقولة الدولية، أما الناحية التمويلية فهي أدوات لتجميع رؤوس الأموال الأجنبية في شكل ديون سنوية (قد تكون سيادية) مقابل فوائد دورية. غالبا ما تكون السندات الدولية طويلة الأجل، وتؤدي أغراضا استثمارية للجهة المصدرة. يتم تداول هذه الأدوات في أسواق السندات

الدولية (بورصات دولية)، ويستند إصدارها وتداولها إلى الجدارة الائتمانية التي تتمتع بها الجهة المصدرة والتي تقيّمها مؤسسات التصنيف الائتماني.

تجدر الإشارة إلى أن هذه الأدوات المالية الدولية تعتبر تقليدية إلى حد ما، فمع تطور ممارسات وتطبيقات الهندسة المالية عموما والهندسة المالية الإسلامية على وجه أخص، ظهرت مجموعة واسعة جدا من الأدوات المالية المبتكرة التي تؤدي وظائف الأدوات المالية الدولية المتمثلة بالأساس في تجميع المدخرات ورؤوس الأموال محليا ودوليا، لتنفيذ مشاريع كبرى تستهلك كثيرا من رؤوس الأموال، خصوصا مع انتشار المعاملات الدولية وعمليات الاستثمار الأجنبي المباشر والشركات متعددة الجنسيات والتطور الهائل في وسائل الاتصال الإلكترونية وما تركته من أثر على المعاملات التجارية والمبادلات الدولية.

المحاضرة السادسة:

المحور الرابع: البورصة والتمويل الإسلامي

تتيح البورصات مجموعة من المميزات التي لا تتوفر في التمويل البنكي، من أهمها قابلية تسهيل الأصول متى ما احتاج حامل الأوراق المالية إلى السيولة أو إلى التخلص من القيم المنقولة التي تتضمن مخاطر عالية من وجهة نظره.

ابتكرت البنوك التجارية - في حدود ما تسمح به القوانين المنظمة للعمل المصرفي - آليات تسهيل الأصول متدنية السيولة تمثلت في عمليات التوريق، وقد أخذ منحى التوريق يتغير من مجرد الحصول على السيولة وتفادي العسر المالي المحتمل، إلى عمليات تحويل المخاطر نحو أطراف أخرى خصوصاً تلك المتعلقة بالمخاطر الائتمانية ومخاطر السوق ومخاطر أسعار الفائدة.

تعددت المشتقات المالية المبنية على الأصول المصرفية، فمنها ما يحتفظ بعلاقة منطقية بالأصل البنكي مباشرة ومنها من يحتفظ بعلاقة متعددة ضعيفة نسبياً مع الأصول التي اشتق منها، في حين تنعدم العلاقة المنطقية تماماً في كثير من المشتقات المالية خاصة في فترات الرواج وارتفاع الطلب على التمويل والتي تتضاعف فيها عمليات الاشتقاق المالي.

إن البنوك الإسلامية كغيرها من البنوك، تسعى إلى تفادي مجموعة من العقبات المرتبطة بطبيعة نشاطاتها التمويلية، فيما أن نشاط البنوك الإسلامية هو نشاط تمويل استثماري بالدرجة الأولى، فإن تدني السيولة هو أمر منطقي مما يدفعها نحو البحث عن السيولة عبر التصكيك (التوريق)، والذي يعرف على أنه "تحويل للأصول المصرفية غير السائلة إلى أدوات مالية قابلة للتداول بالأسواق المالية".

من هذا المنطلق، ابتكرت الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية، منها ما ابتكر وفق مبادئ الشريعة الإسلامية مباشرة، ومنها ما تم تنقيحه من المكونات المشبوهة شرعاً ليصبح متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية.

1- الصكوك الإسلامية: تعرف الصكوك الإسلامية على أنها "أدوات دائنية قابلة للتداول مشتقة من أصول مصرفية إسلامية تعتمد على الائتمان ذو العائد غير المحدد والمرتبط بأصول عينية متضمنة للمخاطرة". تتميز الصكوك بمجموعة واسعة من الخصائص يمكن إجمالها في الآتي:

- تكون الصكوك مؤطرة بإطار زمني محدد.

- تستوجب الصكوك الإسلامية فصل الذمة المالية للائتمان المتضمن في الصك عن مصدره (البنك الإسلامي).
- تحتمل الصكوك الإسلامية جملة من المخاطر (مخاطر ائتمانية، مخاطر سوقية، مخاطر أسعار فائدة غير مباشرة).
- هي أدوات مالية مرتبطة بأصول حقيقية، تستند فيها قيمة هذه الصكوك إلى قيمة الأصول العينية المرتبطة بها.
- غالباً ما تكون الصكوك طويلة الأجل بسبب التمويل الاستثماري الذي اشتقت منه.
- يمكن للصكوك الإسلامية أن تشتق من أي أصل بنكي يمثل تمويلاً مقدماً من البنك الإسلامي، وعلى ذلك تحتمل وجود صكوك المضاربة وصكوك الاستصناع وصكوك المشاركة وصكوك المرابحة.. الخ
- تتيح الصكوك جمع أكبر قدر ممكن من المدخرات مهما كان حجمها نتيجة تجزئ رأس المال المتاح للتمويل في صيغة من صيغة التمويل الإسلامي، وبالتالي فهي تساعد على توفير رؤوس الأموال اللازمة لتنفيذ المشاريع المختلفة التي هي بحاجة للتمويل.
- إن غياب العائد المحدد مسبقاً بالنسبة للصكوك الإسلامية، يتيح للمتعاملين التخلص من التكاليف المالية المصاحبة للديون التقليدية، بالرغم من كونه يرفع تكلفة العائد المطلوب على حقوق الملكية بالنسبة لحملة هذه الصكوك، استجابة لمبدأ 'الغنم بالغرم'.

المحاضرة السابعة:

فيما يلي سنحاول استعراض بعض أنواع الصكوك المالية الإسلامية لتبيين ماهيتها والدور الذي استحدثت من أجل إضافة إلى أهم المخاطر التي تكتنف تداولها والاستثمار فيها.

أ- صكوك المربحة: تشتق صكوك المربحة كما يدل اسمها من صيغة التمويل بالمربحة القائمة على تملك البنك الإسلامي لجزء من الأصل الممول، ثم إعادة بيعه للعميل طالب التمويل. يمكن أن تكون صكوك المربحة ناجمة عن اشتقاق من عملية مربحة قام البنك الإسلامي فعلا بتمويلها، كما يمكن أن تنشأ صكوك المربحة قبل العملية أصلا بحيث يصدر البنك الإسلامي هذه الصكوك قبل بدء عملية التمويل بناء على طلب العميل في إطار ما يسمى 'المربحة للأمر بالشراء'. في هذه الحالة الثانية يقوم البنك الإسلامي بالترويج لصكوك المربحة المصدرة مبينا العائد المتوقع منها (دون أن يكون هذا العائد تعاقديا)، وتكون عوائد هذه الصكوك مرتبطة بمعدل المربحة الذي يطبقه البنك الإسلامي على العميل، على أن تقسم العوائد بين البنك وحملة الصكوك على أساس تعاقدى كنسب شائعة وليس على أساس قيم محددة لتفادي الربا.

بالنسبة للمخاطر التي تصاحب صكوك المربحة، فتتمثل بالأساس في المخاطر الائتمانية وذلك بسبب احتمالية تغير الملاءة المالية للعميل المستفيد من التمويل وعسره أو امتناعه عن السداد، كما يمكن أن تكتنفها مخاطر السوق خصوصا عند ارتفاع معدلات التضخم التي تخفض القيمة الحقيقية لعوائد حملة الصكوك أو تجعله سالبا إن كان التضخم فاحشا. تتعرض كذلك صكوك المربحة كما هو الشأن بالنسبة لبقية الصكوك التي سنتطرق إليها لاحقا، لمخاطر أسعار الفائدة بطريقة غير مباشرة، خصوصا في حالات ارتفاع أسعار فائدة الإقراض (ومنه أسعار فائدة الإيداع) الأمر الذي يخفض القيمة السوقية للصكوك وبالتالي يقلل الطلب عليها مما ينجم عنه خسائر محتملة لحملتها. وفي حالة كانت عملية المربحة تخص أصولا مستوردة بعملة غير العملة التي قيدت بها عملية التمويل محليا، ينشأ خطر سعر الصرف في حالة ما إذا انخفضت قيمة العملة المحلية بالمقارنة بالعملة التي تم بها الاستيراد من الخارج.

يعمد حملة صكوك المربحة (أو حتى الصكوك الأخرى كما سنورد لاحقاً) إلى التخلص منها لتحويل الخطر إلى جهة أخرى، وإن كان هذا الإجراء لا يجوز شرعاً بسبب الغبن الذي يصاحبه غالباً أو الغرر الذي يتعمد حملة الصكوك إحداثه لتسهيل التخلص من الصكوك. كما يتم اللجوء إلى مشتقات مالية لتفادي الخطر المتعلق بسعر الصرف بإجراء مربحة عكسية للمربحة الأولى، أو اللجوء إلى عقود مبادلة عوائد الصكوك وهو ما سنأتي على شرحه لاحقاً.

ب- صكوك المضاربة: بنفس طريقة إصدار صكوك المربحة، قد يقوم البنك الإسلامي بإصدار صكوك المضاربة حتى قبل بداية التمويل بهذه الصيغة، وإن كان الأمر محل خلاف بين الفقهاء، إلا أنه إجراء معتمد عملياً عند بعض البنوك الإسلامية خصوصاً في ماليزيا والإمارات العربية المتحدة وقطر والكويت. يجب في عقد المضاربة وحتى في الصك المرتبط به أن تبين نسب اقتسام الأرباح بين المضارب والممول (البنك الإسلامي وحامل صك المضاربة) دون أن تحدد قيمة العائد نقداً تفادياً للربا. وإن كانت عقود المضاربة بالأصل عقوداً متضمنة لمستوى مرتفع من الغرر وعدم التأكد فقد أجازها العلماء إسقاطاً على كثير من المعاملات التي تمت في زمن الصحابة والخلفاء الراشدين -رضي الله عنهم.

هذا الغرر المرتفع، سيتحول مباشرة إلى حامل صك المضاربة ومادام الأمر جائزاً شرعاً بالنسبة للتمويل بهذه الصيغة فسيكون كذلك جائزاً بالنسبة للصكوك المشتقة من هذا العقد، بشرط أن لا يكون هناك غرر إضافية أو تلبيس يفرضه البنك الإسلامي على حملة الصكوك.

تتمثل أهم المخاطر التي تتعرض لها صكوك المضاربة، في كل العوامل المحيطة بالمشروع الممول ثم بالمضارب في حد ذاته (مخاطر السوق ومخاطر التشغيل لأن المضارب جزء من النظام في هذه الحالة) وتقع مسؤولية اختيار المشاريع الممولة بصيغة المضاربة على البنك الإسلامي الذي يتحمل نتائج اختياره في حالة عدم التزام المضارب ببند العقد المتعلقة به كمستثمر حفاظاً على أموال حملة الصكوك. كما

تعرض هذه الصكوك لمخاطر عدم السداد (المخاطر الائتمانية) ومخاطر أسعار الصرف إن كانت العملية الممولة تقع خارج نطاق البلد الذي بيعت فيه الصكوك بالعملة المحلية.

ت- صكوك المشاركة: تشتق صكوك المشاركة من صيغة المشاركة الثابتة أو المشاركة المتناقصة التي يقوم به البنك الإسلامي رفقة عملائه المستثمرين، بحيث يقوم بالتنازل عن حصته في شكل صكوك (هذا في حال ما إن كانت المشاركة قائمة وقام البنك الإسلامي بتوريقها في شكل صكوك). يمكن للبنك الإسلامي أن يقوم، بعد أن يتقدم له العملاء لطلب التمويل بصيغة المشاركة، بإصدار صكوك المشاركة ليجمع مدخرات الراغبين في الاستثمار مع ضرورة التسويق لها عبر إعداد دراسات المردودية والسيولة المترتبة عن الاستثمار في هذه الصكوك، وبالتالي يلعب هنا البنك الإسلامي دور الوسيط المالي، ليتلقى عمولة هذه الخدمة و/أو ليحصل على جزء من العوائد كنسبة شائعة يكون متفقا عليها بينه وبين المكتتبين في الصكوك.

تتمثل أهم المخاطر التي تكتنف صكوك المشاركة في المخاطر التي تتعلق بصيغة تمويل المشاركة في حد ذاتها، فضلا عن كونها تجعل حامل الصك شريكا في الخسائر دون مشاركته في التسيير وشريكا في مختلف التكاليف التشغيلية والرأسمالية للمشروع. فضلا عن كونها معرضة أكثر من بقية الصكوك لخطر السوق (التضخم المرتفع أو الانكماش الحاد).

ث- صكوك الاستصناع: تعبر عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك. تتميز هذه الصكوك بثلاث مميزات أساسية هي تساوي القيمة الاسمية في كل الصكوك وكذا استثمار حصيلة الاكتتاب فيها في القطاع الصناعي إضافة إلى تملك حملة الصكوك للسلعة المصنعة.

تمثل صكوك الاستصناع حصصاً شائعة في الاستثمار (قد تكون حصة تامة) في ملكية السلعة المصنعة، ولا تعد ديناً على الجهة التي أصدرته. يجب أن تتضمن عقود الاستصناع والصكوك المشتقة منها بنوداً تتعلق بوصف السلع المستصنعة. أما المخاطر التي تكتنف صك الاستصناع فتتعلق أساساً بمدى مطابقة السلع المصنوعة بما يتلائم مع طلبات العملاء طالبي السلع، وبمدى كفاية تكلفة الاستصناع خصوصاً إذا وجدت مخاطر سوقية تتعلق بارتفاع التضخم. تجدر الإشارة إلى أن مخاطر الاستصناع والصكوك المنبثقة عنه تكمن كذلك في عدم احترام الصانع للمهملة الممنوحة له، والتي يمكن أن تؤثر على احتياجات المستصنعين من السلع الرأسمالية أو السلع الوسيطة، وهو ما يقودهم إلى عدم سداد السلع المصنعة، مما يولد مخاطر ائتمانية بالنسبة لحملة الصكوك، الشيء الذي يجعلها غير قابلة للتسييل في السوق المالية كذلك.

ج- صكوك السلم: هي صكوك متساوية القيمة مثلها مثل باقي الصكوك (تكون غير قابلة للتجزئة) الغرض منها هو تخصيص رؤوس الأموال المكتتبه فيها في السلع الزراعية (يسقط السلع كذلك على السلع غير الزراعية) التي تصبح مملوكة لحملة هذه الصكوك. يكون البنك في هذه الحالة وسيطاً بين حملة الصكوك وبائعي السلع الزراعية وغير الزراعية. قد تشتق صكوك السلم بناءً على عملية قائمة أو بناءً على طلب البائعين أو المضاربين (المستثمرين).

تكتنف صكوك السلم بعض المخاطر التشغيلية النظامية، كعدم نجاح الموسم الزراعي أو نقص في كميات المحاصيل أو عدم قدرة البائع على الإيفاء بالسلع المطلوبة بموجب عقد السلم، وبعض المخاطر السوقية المتعلقة بتغير الأسعار في اتجاه عكس توقع المشتريين حملة الصكوك.

المحاضرة الثامنة:

إضافة إلى الصكوك الإسلامية، توجد الكثير من المشتقات المالية المنبثقة عن عمليات الهندسة المالية الإسلامية، والتي استحدثت لأغراض تتعلق بتوفير السيولة وتعظيم الربحية وتدنية المخاطر المحتملة المصاحبة للتمويل الإسلامي.

تعتبر هذه الأدوات المشتقة أكثر حداثة من الصكوك الإسلامية، التي تنتج من عمليات التوريق المصرفي الإسلامي. وتجدر الإشارة إلى أنها تنقسم إلى مشتقات مالية تنشأ بالأساس متوافقة مع أحكام المالية الإسلامية، ومشتقات مالية تم تطويرها انطلاقاً من مشتقات مالية تقليدية، بحيث يتم تطهيرها من الشوائب التي لا تتفق مع مبادئ المالية الإسلامية والضوابط الشرعية التي بنيت عليها.

يمكن حصر أهم هذه الأدوات المالية في الآتي:

- عقود الوعد (الخيارات الإسلامية): جاءت فكرة هذه العقود انطلاقاً من الخيارات التقليدية (خيار البيع والشراء والمبادلة) التي يتم تداولها حول مختلف الأصول في الأسواق المالية المختلفة، أين يمكن للمكتب فيها لقاء دفعه علاوة الاكتتاب أن يختار التخلي عن العقد وعدم تنفيذه، وهو ما لا يجوز من الناحية الشرعية، عملاً بقول الله تعالى 'أوفوا بالعهود'. فالخيارات الإسلامية أو ما يصطلح على تسميتها بعقود الوعد، تفرض على المكتب فيها تنفيذ العقد لا يمكنه بأي حال من الأحوال عدم تنفيذه إلا في الحالات المنصوص عليها شرعاً كالوفاة أو الجنون أو الإفلاس)، ويقع الاختيار من قبل المكتب في هذه الحالة بين سعرين اثنين: سعر الاكتتاب (التعاقد) وسعر التنفيذ، على اعتبار أن العمليتين غير متزامنتين ويفصلهما فاصل زمني. فإذا كان سعر التعاقد في خيار وعد الشراء مثلاً أعلى من سعر التنفيذ فإن حامل الخيار يفضل الشراء بالسعر الأدنى وهو سعر يوم التنفيذ مقابل العلاوة التي دفعها عند تاريخ الاكتتاب، والعكس في حالة خيار وعد البيع. أما في حالات خيار المبادلة فيحدد في عقد الاكتتاب (وعد المبادلة) سعر التعادل بين

الأصول المتبادلة، وعند التنفيذ يتحدد سوقيا سعر آخر للتعاقد، وهنا يقوم المكتتب في عقد وعد المبادلة باختيار أحسن سعري المبادلة المقترحين (سعر الاكتتاب وسعر التنفيذ).

- عقود مبادلة عوائد المربحة الخارجية: تعتمد هذه العقود كوسائل لتغطية مخاطر المربحة للأمر بالشراء التي يكون فيها منشأ السلع من خارج حدود البلد الذي يتم فيه التمويل بصيغة المربحة، وبالتالي يكون الشراء والبيع في عقد المربحة بعمليتين مختلفتين. وفي هذه الحالة تنشأ مخاطر تغير أسعار الصرف بما لا يخدم البنك الإسلامي الممول أو حملة صكوك المربحة، فيعمد هؤلاء إلى البحث عن وضعية معاكسة عند بنك إسلامي آخر أو حملة صكوك آخرين في بلد منشأ السلع المستوردة، ليتم مبادلة العوائد فيصبح كل طرف دائن قادرا على تحصيل أمواله بنفس العملة التي استورد بها السلع محل عقد المربحة.

الأعمال الموحية: (البحوث المتبقية)

