لايعار
Not For Loan

جامعة القاهرة
كلية الحقوق
الدراسات العليا

جامعة البحرين
المكتبة
LIBRARY
University of Bahrain

# الأدوات والسياسات المستحدثة
# فى أسواق الأوراق المالية

بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه فى الحقوق

**من الباحث**

**إسماعيل عبد العال السيد**

مدير إدارة عروض الشراء والطروحات
بالهيئة العامة لسوق المال

لجنة المناقشة والحكم

**الأستاذ الدكتور / محمد محمد الرزاز** — **رئيساً**
أستاذ المالية العامة والتشريع الضريبى بكلية الحقوق جامعة القاهرة رئيس بنك الإستثمار العربى ، وزير المالية الأسبق

**الأستاذ الدكتور / عبد الحفيظ عبدالله عيد** — **مشرفاً**
أستاذ ورئيس قسم المالية العامة والتشريع الضريبى بكلية الحقوق جامعة القاهرة

**الأستاذ الدكتور / أحمد سعد عبد اللطيف** — **عضواً**
أستاذ المحاسبة والتمويل بكلية التجارة جامعة القاهرة رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال

٢٠٠٨/٢٠٠٧

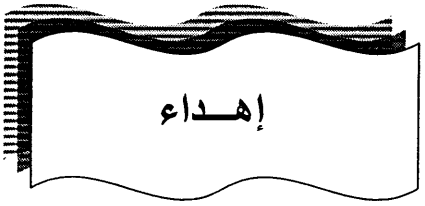
لايعار
Not For Loan
جامعة البحرين
للمكتبة
LIBRARY
University of Bahrain

بسم الله الرحمن الرحيم

{ إِنَّ رَبَّكَ يَبْسُطُ الرِّزْقَ لِمَن يَشَآءُ وَيَقْدِرُ إِنَّهُ كَانَ بِعِبَادِهِ خَبِيراً بَصِيراً }

صدق الله العظيم

سورة الإسراء " الآية ٣٠ "




**إلى والدي :**

رحمة الله عليه

الذي مازالت أجنى ثمار دعاءه وتعليمه لى

اللهم أغفر له وأرحمه وتجاوز عن سيئاته

**إلى والدتي :**

تقديراً عرفاناً لعطائها الفياض ، شفاها الله وعفاها وأمد الله فى عمرها

**إلى زوجتي الحبيبة :**

لصبرها طول فترة إعداد الرسالة

**إلى مستقبلي :**

أبنائى أحمد ومحمود وعمر

# شكر وتقديـــر

الحمد لله العلى القديـــر الذى أعانـــى على إكمـــال هذا البحـــث وأنعم علّى بنعم كثيرة لا تحصى .

اتوجه بعظيم الشكر وخالص التقدير إلى الأستاذ الكتور/ محمد محمد الرزاز أستاذ المالية العامة والتشريع الضريبى بكلية الحقوق جامعة القاهرة ، رئيس بنك الإستثمار العربى، وزير المالية الأسبق ، لتفضله بقبول رئاسة لجنة الحكم على الرسالة فجزاه الله عنى خير الجزاء .

كما أسجل شكرى وتقديرى لأستاذى الدكتور / عبدالحفيظ عبد الله عيد ، لما تفضل به من الموافقة على الأشراف على عملى المتواضع ، وعلى كل ما أسداه إلّى من نصح وإرشاد أثناء مدة أشرافه على الرسالة ، فلايسعنى إلا أن أسأل الله أن يجزيه على ما قدم و بذل من جهد ووقت ، خير الجزاء .

وأقدم أسمى آيات الشكر والتقدير لأستاذى الدكتور / أحمد سعد عبداللطيف أستاذ المحاسبة والتمويل بكلية التجارة جامعة القاهرة ورئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، لتفضله بالموافقة على الأشتراك فى لجنة المناقشة رغم مشاغله ومسئولياته الجسيمة وكذلك متابعته وتشجيعه للباحث ، وإمداده بما إحتاج إليه من معلومات وأبحاث .

ويسعدنى أن أسجل شكرى وتقديرى للهيئة العامة لسوق المال والعاملين بها ، وأعضاء مكتبة الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والتشريع والإحصاء ، ومكتبة الجامعة الأمريكية بالقاهره .

وقبل وبعد ، فالشكر لله ، والحمد لله ، له الحمد فى الأولى والآخـــرة .

# مقدمـــه

الأسواق المالية financial market ذات أهمية كبيرة للاقتصاد القومي ، حيث تقوم بدور هام في تجميع المدخرات بكافة صورها ( صـــغيرة وكبيـــرة ) وآجالهـــا المختلفة ( قصيرة ومتوسطة وطويلة ) لتمويل الاستثمارات إما بشكل مباشر أو غير مباشر بما يعمل علي ارتفاع معدلات النمو في الاقتصاد القومي [1].

وتمثل سوق الأوراق المالية securities market أهميةً كبيـــرةً للأســـواق المالية باعتبارها أحد مكوناتها حيث تعمل علي تسهيل تدفق المدخرات من وحـــدات الفائض المالي التي تمثل جانب العرض الي وحدات العجز المالي التي تمثل جانـــب الطلب ،وذلك لاستثمارها في المشروعاتِ المختلفةِ ، مؤديه بـــذلك خدمـــة عظيمـــة للاقتصاد الوطني والمساهمة في رفاهية الإنسان welfare of citizen .

وقد شهدت الأسواق المالية فى الآونة الأخيرة تطورات هائلـــة ومتلاحقـــة ، تمثلت فى الاتجاه نحو عالمية الأسواق "Globalization" والتكـــتلات الاقتـــصادية وإنشاء منظمة التجارة العالمية "World- Trade- Organization" ، والمنافسة الحادة بين المؤسسات، حيث نتج عن ذلك التسابق ابتكار أدوات مالية جديدة وطرحها في الأسواق ، وتشجيع المستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها وكـــان مـــن أهـــم هـــذه الأدوات التوريق "securitization" والمشتقات المالية "derivatives" .

فقد ظهرت في السبعينيات في الولايات المتحدة الأمريكيـــة أداه اســـتثمارية جديدة تسمى بالتوريق ، وازدهرت في التسعينيات الأمر الذي استدعي المشرع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوربا واليابان ودول شرق آسيا ودول أمريكية اللاتينية وأخيراً مصر الي إصدار تشريعات للاستفادة من هذه الاداه الاستثمارية، والسبب في ذلك يرجع الي أن التوريق سيشكل في بداية هذا الطرق نسبة مقـــدارها ٨٠% مـــن

(1) Charles Henning, William Piggott." Financial markets and the economy", pub. by pretence hall inc,1992.p 21

عمليات التمويل في العالم [١] وتهدف هذه الاداة الي تحويل الديون الي أشكال تتطورة من الأدوات المالية والتي تجمع بين الملكية والدين والقابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية [٢].

وفي خلال نفس الفترة الزمنية ظهر علي مسرح الاستثمار العالمي أدوات مالية يطلق عليها المشتقات derivatives وهي أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة أوراق مالية اصلية وتؤدي دور اقتصادياً حيوياً في أسواق الأوراق المالية ، وقد انتشرت وتنامت معاملاتها حيث بلغ حجم التعامل في أسواق المشتقات عشرة أضعاف التعامل السنوي في بورصات الأوراق المالية في العالم في عام ١٩٩٧ [٣].

## أهمية البحث :

تتمثل أهمية البحث فيما يلي :

١- اصبح التعامل في الأدوات المستحدثة - التوريق والمشتقات المالية - في الوقت الحاضر أمراً واقعاً لا يمكن تجاهله وذلك بالنسبة لأسواق المال حيث تطور حجم التعامل خلال التعدين الأخيرين نتيجةً لتزايد الربط بين الأسواق المالية ، والتقدم التقني في مجال الاتصالات والمعلومات .

٢- كما أن هذه الأدوات أصبحت ظاهرةً عالميةً تشرعي الوقوفَ علي أبعادها وأحكامها وتقييمها في هذه الدول - التصدي إلي معرفة المصطلحات الخاصة بهذه الأدوات والتي ينبغي استيعابها وفهمها حتى يتسنى استحداثها بكفاءة في

---

(1) Sheryl a oust, "Bankruptcy remote unities in structured financing American banker institution journal". March 15. 1996. P 14.

(٢) د/ نبيل حشاد ، الجات ومنظمة التجارة العالمية أهداف التحديات في مواجهة الاقتصاد القومي ، الهيئة المصرية للكتاب ، ٢٠٠١ ص ٣٧٢ .

(3) Charles P.Jones, "Investments Analysis and Management", Ninth Edition, John Wiley &Sons, Inc. 2004, p505

أغراضها وقد ذهب البعض [1] ، الي القول بان مشتقات الأسهم تشكل واحدة من أهم عناصر أسواق رأس المال ، ومع ذلك فهناك قصورٌ عامٌ في الفهم والتقدير لهذه الأدوات المتعد الي حد ما.

٣- تسهم هذه الأدوات في التنمية الاقتصادية ، فهي تلعب دوراً هاماً في إنتعاش سوق الأدوات المالية ، وكذلك بالنسبة للمؤسسات والشركات التي تتعامل فيها .

٤- دراسة النواحي الفنية في استخدام هذه الأدوات ، في ظل التعقيد الشديد المتعلق بهذه الأدوات وخصائصها المميزة ، وبالتالي تحتاج الي اهتمام من جانبي الباحثين سعياً للوصول الي إطار تتعامل لتقييم مدى تحقيق الاستخدام الكفء لهذه الأدوات المالية المستحدثة ،وذلك كوسيلةٍ لتغطية المخاطر والوصول إلي الأداء الكفء بإعتباره المحرك الأساسي لعجلة التقدم الاقتصادي.

٥- تم إدخال التوريق في السوق المصري في نهاية عام ٢٠٠٤ ، ويجرىالإعداد لتنظيم الأدوات المشتقة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يمكن تقييم تجربة التوريق في السوق المصري خلال العامين الماضين من خلال مقارنتها لعمليات التوريق في البلاد المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية للوقوف علي ما إذا كان يوجد معوقات تحد من انتشار عمليات التوريق في السوق المصري ، وإمكان لتنشيط عمليات التوريق في السوق المصري ، وبالنسبة للمشتقات المالية الوقوف حول مدى إمكان تطبيقها في السوق المصري [2].

---

(1) equity derivatives form one at most important components of capital markets. Bet. There is general lack of understanding and appreciation of these somewhat complex instruments (jack Clark frame. the handbook of equity derivates. pub by new institute of finance. 1992. P 505

(٢) صرح الأستاذ الدكتور / محمود محي الدين في حوار شامل عن البورصة المصرية ، بأنه يجري التسويق لمشروعات كبرى ومن بينها المشتقات المالية التي تساهم في توزان السوق وتوزيع المخاطر إذا ما أحسنت الرقابة عليها وتطوير سوق السندات من خلال عمليات التوريق ( الأخبار في ٢ نوفمبر ٢٠٠٦ ).

٦- ضرورة العمل علي توفير الأدوات المناسبة التي تيسر تدفق الأموال من الأوعية الادخارية الي قنوات الاستثمار ، كذلك إنتقال الاستثمارات من يد الي أخرى بسهولة ويسر ، ووجود أدوات توفر الحماية ضد التقلبات العاتية في الأسواق .

٧- العمل علي أن تكون التشريعات المالية التي تنظم أسواق الأوراق المالية من المرونة بحيث تسمح بظهور أوعية ادخارية متنوعة وأدوات مالية جديدة كلما دعت الحاجة الي ذلك ، وأن تتمتع بدرجة من الرقابة تكفل حماية مصالح المستثمرين من الممارسات غير المشروعة ، حيث أسفرت دراسة عن الأسواق المتقدمة بأن الاستخدام غيرَ السليمِ للمشتقاتِ يؤدي إلي خسائر فادحة (١).

٨- التعريف بهذا الفن الاستثماري وتحديد مفهومه وبيان أهميته ومخاطرة والوقوف علي أهم مجالاته وأنواعه لتكون تحت نظر المشرع عند تنظيم هذه الأدوات المستحدثة ، ويؤكد الباحث علي أن هذه المحاولة لا تُعدو أن تكون خُطوةً أولى يقف فيها علي أول عتبات هذا الموضوع الشائك ، وتاركا الباب مفتوحا لمن هو أقدرُ منه علي الخوض فيه مستقبلاً .

## أهداف البحث :

هذه الدراسة تهدف إلى تحليل المعوقات التي تواجه عمليات التوريق والتي تقاس حجمها في السوق المصري ، وكذلك إمكانية تطبيق عقود الخيارات في السوق المصري بعد دراسة تجربة تجارب الدول المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية .

---

(١) خسائر بنك Barings الذي يُعد سادس بنك بريطاني وصلت الي ١,٥ مليار دولار نتيجة التعامل بالمستقبليات في سوق جنوب شرق آسيا مما أدى الي انهياره ( بنك مصر ) المشتقات المالية أدوات حديثة في أسواق المال العالمية ، مركز البحوث العدد الثالث ١٩٩٨ ص ٤٨.

## صعوبات الدراسة ومحاذيرها :

الأداء والسياسيات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية تكتنفها صعوباتٌ عدةٌ ، وتتمثل في :

١- عدم تتوافر دراسات قانونية واقتصادية لكافة جوانب هذا الموضوع ، وذلك علي الرغم من الاهتمام الكبير من جانب علماء الاقتصاد وادارة الأعمال في الدول المتقدمة .

٢- حداثة هذا الموضوع في مصر وعدم وجود تشريع يغطي كافة جوانبه ، حيث لا يوجد قانون موحد للتوريق ، إنما يوجد قانون التمويل اقتصادي لسنة ٢٠٠١ وقانون شركات التوريق لسنة ٢٠٠٤ ، ولم يصدر تنظيم للمشتقات المالية بالرغم من النص على صحتها فى المادة (٤٦) قانون التجارة رقم ١٧لسنة١٩٩٩ وهذه الدراسة من الدراسات الحديثة التي تخترق هذا المجال .

٣- اتساع وتعدد الأدوات والسياسات المستحدثة لدرجة أنه من غير الممكن لأي باحث مهما علا قدره ،أن يتناول علي سبيل الحصر كافة الأدوات المشتقة التي قدمتها مراكز البحث والابتكار، حيث لا تتوقف الأسواق المالية عن صناعة منتج جديد وتقديم ابتكار مستحدث كل يوم .

## محددات البحث :

وحيث إن موضوع البحث متعدد ومتشعب فقد حصرناً البحث في تنشيط سوق السندات لعد استفادتة منها حتى الآن ، وعمليات التوريق باعتبارها احدث أداة مالية في السوق المصري، هذا فضلا عن دراسة عقود الخيارات وآثرها علي السوق المصري، وتتبع أهمية عقود الخيارات option من أنها القاسم المشترك لعقود المشتقات المالية derivatives ، فنجد خيار علي المستقبليات futures options ،وخيارات المبادلات swaption وفي دراستنا لهذه الأداء فأنها تتأثر بالسياسيات

سواءٌ الماليةُ والمتمثلةُ في الضرائب ، والنقديةُ المتمثلةُ في أسعارِ الفائـــدة ، لـــذلك تركز الدراسة علي عمليات التوريق والخيارات وآثراهما في تنشيط سوق الإنـــسان المالية مع التعرض بالدراسة للسياسات المالية والنقدية كلما اقتضى الأعداد ذلك .

## أسلوب ونطاق البحث :

استندت هذه الدراسة علي الأسلوب الاستقرائي التحليلي للأدوات المالية المـــستحدثة في الإسواق المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا ، بهدف استخلاص الدروس المستفادة من التجارب الدولية ،وتطبيقها في سوق الاوراق المالية المصرية لتصبح أكبر مركز مالي عالمي في المنطقة، لذلك اشتمل البحث علي ثلاثة أبـــواب يسبقها فصل تمهيد بالإضافة الي نتائج وتوصيات الدراسة :-

فصل تمهيد : تطور سوق الإوراق المالية المصرية.

الباب أول : الأدوات المالية المتداولة فى السوق المصرى.

الباب ثاني : التوريق وأثره علي تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية .

الباب ثالث : الخيارات وأثرها علي تنشيط سوق الأوراق المالية في مصر.

نتائج وتوصيات البحث.

# فصـل تمهيدي

## تطور سوق الأوراق المالية فى مصر

بورصتا القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية هى الاسم الرسمى لسوق الأوراق المالية فى مصر ، ولعلَّ الكثيرين الذين يرقبون التطورات الإيجابية التى يشهدها سوق الأوراق المالية فى مصر فى الوقت الراهن يصنفونها على أساس أنها من الأسواق الصاعدة إذ يرجع تاريخ نشأتها إلى نهاية القرن التاسع عشر .

وترجع بداية إنشاء سوق للأوراق المالية فى مصر إلى عام ١٨٨٣ وهو تاريخ إنشاء بورصة الإسكندرية للأوراق المالية ، وأعقبها إنشاء بورصة القاهرة للأوراق المالية فى عام ١٩٠٤ ، واحتلت سوق الأوراق المالية فى مصر مكانتها كسوق أوراق مالية قوية حتى أصبحت الخامسة على مستوى العالم والأولى على مستوى أفريقيا من حيث النشاط وعدد الشركات وحجم رؤوس الأموال المستثمرة [١].

وبصدور القوانين الاشتراكية فى عام ١٩٦١ تقلص دور سوق الأوراق المالية ولم يكن لها نشاط يذكر خلال هذه المرحلة ، وأعقبها مرحلة الانفتاح الاقتصادى ، وأعيد فتح بورصتي القاهرة والإسكندرية من جديد خلال هذه المرحلة ، وبصدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢، والذى واكبه إجراءات للإصلاح الاقتصادي قامت بها الحكومة بدأ عهد جديد فى سوق الأوراق المالية المصرية واستعادت السوق مكانتها بين أسواق الأوراق المالية فى العالم ، ونتناول فى هذا الفصل التمهيدى على النحو التالي :

المبحث الأول : دور الأسواق المالية فى النشاط الأقتصادى
المبحث الثانى : مرحلة نشأة سوق الأوراق المالية .
المبحث الثالث : مرحلتى التحول الاشتراكي والإنفتاح الإقتصادى .
المبحث الرابع : مرحلة الإصلاح الاقتصادي .

---

(١) الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية ، التقرير السنوي ، ١٩٩٨م ، ص ٢ .

## المبحث الأول

## دور الأسواق المالية فى النشاط الاقتصادي

قديماً كانت حاجاتُ الناس محدودةً ، والتعاملُ لا يتعدى بضع عمليات غير أن تقُّدم المدنيةِ ، وزيادة عدد السكان ، وتعدد الحاجات والرغبات وضرورة إشباعها أثره فى وجود مكان يجتمع فيه خلالها المتعاملين – البائعون والمشترون – ويتم فيه تبادل المنافع وهو ما يعرف بالسوق .

ومع تطور النشاط الاقتصادي ، وإزدياد التبادل التجاري وصلت الأسواق إلى حالتها الرهنة، ولم تعد مرتبطة بمكان حيز جغرافى ، بل تنوعت الاسواق وتنوعت معها أدواتها .

ويدور النشاط الاقتصادي من خلال نوعين من الأسواق ، النوع الأول الأسواق الحقيقية Real Markets ، يتم من خلالها التعامل فى الأصول الملموسة Tangible Assts ، كالعقارات ، والمعادن النفيسة ، والنوع الثانى الأسواق المالية Financial Markets ويتم من خلالها تداول الأصول المالية Financial Assts [1].

---

(١) – د. منى عيسى العيوطى ، رسالة دكتوراه عن التدفقات المالية ودور قطاع الوسطاء الماليين فى الاقتصاد المصرى عام ٨٥ ص ١١٢ .
- د. كامل فهمى بشاي ، دور الجهاز المصرفي فى التوازن المالي ، دراسة خاصة بالاقتصاد المصري ، الهيئة المصرية للكتاب ، ص ٢ .

## المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية :

نطلق كلمة " السوق " فى اللغة ويراد بها موضع البيع والشراء، وقد ورد هذا المعنى فى قوله تعالى " وَقَالوُا مَالِ هَذاَ الرَّسُولِ يَأْكلُ الطَّعَامَ ويَمشِي فِى الأسُوَاقِ " [1] والأسواقُ جمعُ " السوقِ " موضعُ البياعاتِ والتعامل [2].

وتطلق كلمة السوق فى اللغة على كل مكان مادي له حيز جغرافى تباع وتشترى فيه السلع ، وهو ما أراده ابن خلدون فى مقدمته عندما قال " اعلم أن الأسواق كلّها تشتمل على حاجات الناس فمنها الضرورة وهى الأقوات من الحنطة وما فى معناه ، ومنها الكمالي مثل الإرم والفواكه والملابس " [3].

وقد اتسع معنى السوق من الناحية الاقتصادية بحيث أصبح لا يشير إلى مكان مادي أو حيز جغرافى فيكفى لقيام السوق من الناحية الاقتصادية وجود صلة بين المتعاملين ، وهكذا المعنى ورد فى معجم العلوم الاجتماعية إذ عرف السوق بأنه " الحيز الذى ينتشر فيه بائعو ومشترو سلعةٍ أو خدمةٍ انتشاراً لا يمنعهم من اتصال بعضهم ببعض اتصالاً تاماً " [4].

---

[1] الآية رقم (٧) سورة الفرقان .

[2] ابن منظور ، لسان العرب ، ٣٣/٢ ، دار صادر .

[3] ابن خلدون – المقدمة – ٨٦٣/٣

[4] معجم العلوم الاجتماعية ، الهيئة العامة للكتاب ، ص ٣٢٣ .

وذهب البعض إلى تعريف أسواق المال Financial Markets بأنها الأسواق التى تتعامل فى الأصول المالية "Financial Markets are markets For Financial assets".[1]

وهذا التعريف يفتقر إلى التوضيح ويحتاج إلى البيان ، أما التعريف التالى فإنه يبرز وظائف أسواق المال ، حيث عرفها بالآتي :

" أسواق المال هى التى تعمل على حشد وتعبئة الموارد المالية ، أي يتم فيها تدفق الأموال من الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة ، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التى تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية إلى الوحدات التى لديها فرص استثمارية وليس لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفرص [٢].

ومن حيث المدة الزمنية التي يرغب المدخر في التخلي عن فائض أمواله تنقسم إلي أسواق النقد وأسواق رأس المال ، ونتناول هذا التقسيم حيث يتفق مع التعريف السابق للأسواق المالية وذلك علي النحو التالي :

## ١- أسواق النقد Money Markets

عرفها البعض بأنها الأسواق التي يتم فيها التعامل عل الأصول المالية قصيرة الآجل وذات سيولة عالية ، ومخاطر أقل مثل أذون الخزانة.

---

(1) Don. M. Chance, "Option and Futures", Published by the Dryden Press, Harcourt Brace, Javanovich College Publishers, p. 3.

(٢) - د./ عبد المنعم التهامى ، التمويل : مقدمة فى المنشآت والأسواق المالية ( مكتبة عين شمس ، ١٩٨٥/٨٤ – القاهرة ) ص ٢٣ .

- وأيضاً د./ نادية أبو فخره ، اتجاه معاصر فى إدارة المنشآت المالية والأسواق المالية ، دار النهضة العربية ، ١٩٩٢ ، ص ١٥ .

Money Market- the market for short- term, highly liquid, low-risk assets such as treasury bills [1].

والمقصود بالأدوات قصيرة الآجل تلك التي تستحق خلال فترة لا تزيد عن سنة كأذون الخزانة Treasury Bills والأوراق التجارية Commercial paper فأذون الخزانة مدتها تتراوح ما بين ٩١ يوماً ، ٣٦٤ يوماً ، بينما الأوراق التجارية فى المجتمعات الغربية لا تتجاوز مدتها ٢٧٠ يوماً، وأطراف التعامل في هذه الأسواق تمثل في الخزانة العامة – وزارة المالية – والبنك المركزي والبنوك التجارية وغير التجارية ، وأهمية هذه الأسواق أنها تمكن السلطات النقدية في الدولة من التحكم في الائتمان من خلال بيع وشراء الأوراق المالية أو تطبيق ما يسمي بسياسة السوق المفتوحة [٢].

## ٢-أسواق رأس المال Capital Markets

هي الأسواق التي يتم فيها التعامل علي الأصول المالية متوسطة وطويلة الآجل ، وذلك في شكل قروض أو مساهمات في رؤوس أموال الشركات علي اختلاف أنواعها [٣].

أما التعريف الذي وقع عليه اختيارنا فهو الذي يفصح عن كينونة هذه السوق ودورها في النشاط الاقتصادي ، حيث عرفه سوق المال Financial Markets بأنها هى السوق الأم التي تتعامل في الأصول والأوراق المالية قصيرة الآجل ،

---

(1) Charles P. Jones, investments Analysis and Management, 9th .edition, John Wiley& Sons, Inc. 2004, Chapter, 19, p615.

(٢) د. على جمال الدين عوض ، عمليات البنوك من الوجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، ١٩٦٩ ، ص ٤٦٧

(٣) د. محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ، القاهرة ، دار النهضة العربية ١٩٨١، ص ١٧ .

كالأوراق التجارية وأذون الخزانة وطويلة الآجل كالأسهم والسندات ، وسوق النقد وسوق رأس المال الرفدين الأساسيين لهذا السوق [١].

ونضيف إلي هذا التعريف بأن الأسواق المالية تشمل جميع القنوات التي تنساب فيها الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلي القطاعات ذات العجز في الموارد المالية ، والتي تخضع لإشراف جهات رقابية تنظم عمل هذه الأسواق ،وبناء علي ما تقدم تعتبر المصارف بأنواعها المختلفة ، ومؤسسات الادخار الأخرى مثل شركات التأمين ، وأيضا أسواقُ الأوراقِ المالية جزءٌ من الأسواق المالية .

## المطلب الثاني : أسواق الأوراق المالية:

### أولاً : مفهوم أسواق الأوراق المالية :

سوق الأوراق المالية هي سوق مثل سائر الأسواق فهي مكان بالمعني الاقتصادي – التقاء البائعين ، والبضاعة محل التعامل هي الأوراق المالية كالأسهم والسندات ، وتتحدد الأسعار والأثمان فيها من خلال قوى العرض والطلب .

وتتميز هذه الأسواق عن غيرها بان التعامل فيها غير شخصي Impersonal حيث لا يلتقي البائعون والمشترون ببعضهم البعض ولا يعرف بعضهم البعض غالباً ويتم التعامل من خلال الوسطاء .

ويعرفُ البعضُ[٢] أسواقَ الأوراق المالية بأنها جزء من سوق المال يتم التعامل فيها علي الأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل في النهاية إحدى القنوات

---

(1) Don. M. Chance, "Option and Futures", Published by the Dryden Press, Harcourt Brace, Javanovich College Publishers, p. 3.

(٢) – د./ عبدالحليم محمد عمر ، دور سوق المال فى تطوير القطاع العام ، المجلة العلمية لتجارة الأزهر ، ( العدد ١٢ أكتوبر ١٩٨٥ ) ، ص ١٠٥ .

– د./ سليمان المنذرى ، الأسواق العربية لرأس المال : نشأتها التاريخية ، خصائها الأساسية ، إمكانية التكامل فيما بينها ، ( بيروت ، دار الرازى للطباعة والنشر ، ١٩٨٧ ) ، ص ١٨ .

التي ينساب فيها المال من المدخرين إلي المستثمرين ، للمساعدة في تشجيع الاستثمار من اجل مصلحة الاقتصاد القومي .

وذهب أخرون[1] إلي تعريف أسواق الأوراق المالية ، بأسواق المال من منظور ضيق لسوق المال ، ويري أنها تنحصر في التعامل في الأوراق المالية باستخدام خدمات السمسرة وفقاً لنظم قانونية محددة .

ومما تقدم يمكن تعريف أسواق الأوراق المالية بأنها الأماكن – بمضمونها الاقتصادي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية أدارتها المستقلة بصورة عاجلة أو آجلة بغرض تسهيل تمويل الأموال من القطاعات التي فيها فائض إلي القطاعات التي تعاني عجزاً في هذه الأموال ، بدرجة عالية من الكفاءة وبأقل قدر من التكلفة ، وتخضع لإشراف جهات رقابية تنظم عمل هذه الأسواق .

**ثانياً : تقسيمات أسواق الأوراق المالية :**

تُقسمُ أسواقُ الأوراق المالية عدةَ تقسيمات ، فمن حيث نوع الورقة المالية التي تداولها بيعاً وشراءً ، يقال سوق الأسهم ، وسوق السندات ، وسوق عقود الخيارات ، وسوق العقود المستقبلية ، وهكذا ، ومن حيث توقيت إصدار الورقة المالية ينقسم إلي أسواق أولية وأسواق ثانوية وفيما يلي نوجز تقسيمات أسواق الأوراق المالية :

---

(١) – د./ عبدالحليم محمد عمر ، دور سوق المال فى تطوير القطاع العام ، المجلة العلمية لتجارة الأزهر ، ( العدد ١٢ أكتوبر ١٩٨٥ ) ، ص ١٠٥ .

– د./ سليمان المنذرى ، الأسواق العربية لرأس المال : نشأتها التاريخية ، خصائها الأساسية ، إمكانية التكامل فيما بينها ، ( بيروت ، دار الرازى للطباعة والنشر ، ١٩٨٧ ) ، ص ١٨ .

**١- الأسواق الأولية** Primary Markets **والأسواق الثانوية** Secondary Markets :

السوق الأولية هي التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية التي يتم طرحها لأول مرة من قبل الشركات أو الهيئات بغرض الحصول علي التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية، لذا يطلق عليها سوق الإصدار الجديد "New securities Markets"[١] ويتم الاكتتاب في الإصدارات الجديدة عن طريق شركات متخصصة تسمى شركات تغطية الاكتتاب كلياً أو جزئياً ، ثم التصرف في الأوراق المكتتب فيها من خلال السوق الثانوي أو سوق التداول .

وتـــقدم هذه الشركات خدمات جليلة للشركات المصدرة حيث تسدي النصح لها عن أنسب أوقات الإصدار والسعر الأمثل للإصدار ، وتوقيت الإصدار وافضل الأوراق التي يمكن للجهة إصدارها ، وفي البلاد التي لا يوجد بها هذه الشركات تقوم بنوك الأستثمار بهذه المهمة .

أما الأسواق الثانوية فيتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية ، وتم الاكتتاب فيها وأصبحت في حوزة المستثمر ويطلق علي هذه الأسواق أسواق التداول The "Used Securities" Market [٢].

في هذه الأسواق لا توجد علاقة مباشرة بين المستثمرين حاملي الأوراق المالية، وبين الشركات المصدرة للأوراق المالية اللهم إلا صرف عوائد الأرباح ،وبالتالي لا تذهب متحصلات بيع هذه الأوراق إلي الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلي حاملي هذه الأوراق ، فهؤلاء يتحملون المكسب والخسارة نتيجة عملية البيع والشراء في هذه الأسواق ، وذلك بعكس الأسواق الأولية فالعلاقة مباشرة بين الجهة المصدرة والمستثمر وحصيلة بيع الأوراق تذهب إلي الجهة المصدرة .

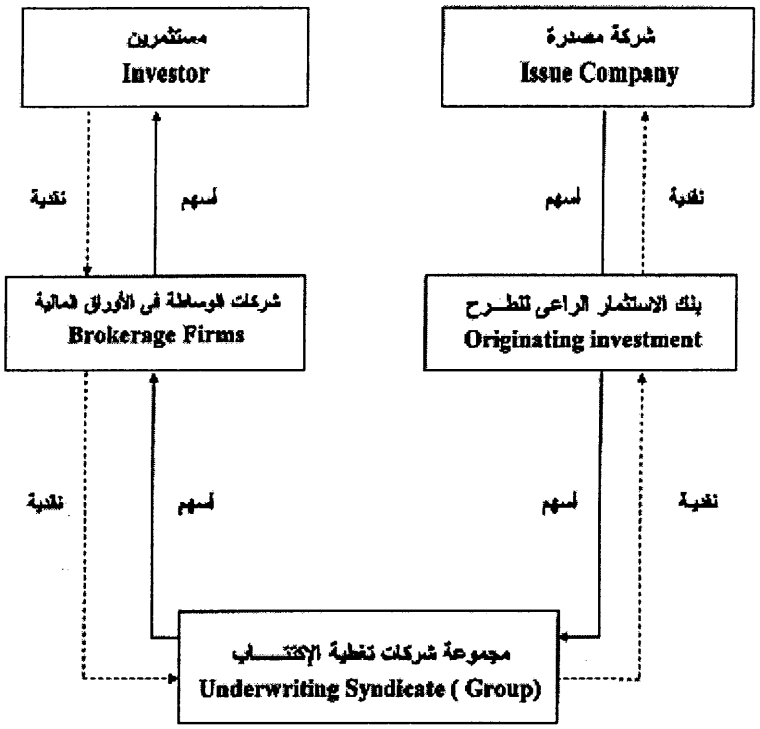
---

(1) Robert A. Strong, practical investment management, south- western college publishing an international Thomson, Publishing Company, 1998, p533.

(2) Robert A. Strong, practical investment management, south- western college publishing an international Thomson, Publishing Company, 1998, p534.

وتؤدي الأسواق الثانوية فائدة عظيمة للمشروعات الاقتصادية حيث أن وجودها يشجع المستثمرين علي شراء الإصدارات الجديدة من أسواق الأولية ، وذلك لأنهم يستطيعون تسهيل الأوراق المالية التي بحوزتها في الحال وبالسعر العادل طبقاً للعروض والطلبات وفي حالة عدم وجود هذه الأسواق يتردد المستثمر في شراء الأوراق المالية المصدرة من أسواق الإصدار من البداية مما يؤدي إلي تخفيض حجم الأموال المتاحة لتمويل الصناعات والحكومات [1].ويوضح الرسم التخطيطى رقم (١) عملية إصدار أسهم فى السوق الأولية .

نموذج (١) لعملية إصدار أسهم فى السوق الأولية




(١) د./ أحمد سعد عبداللطيف ، سلسلة مراجع المدير المالى : إستراتيجيات وسياسات الأستثمار ، الطابعة الثانية ، عام ٢٠٠٤ ، ص ٢٦ .

والسوق الثانوية قد تكون منظمة – رسمية – ويطلق عليها البورصة The stock Exchange أو السوق المنظمة organized market وتتصف هذه السوق بالآتي :

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية .
- توجد إجراءات ومواعيد لتداول الأوراق المالية .
- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه الأسواق وفقا لقواعد معينة .
- يتم مراقبة هذه الأسواق من قبل الدولة ممثلة فى هيئات أسواق المال .

وقد تكون غير منظمة – غير رسمية – ويطلق عليها السوق غير الرسمية أو غير منظمة ، أو السوق الموازية ( Over - The – counter Market ( OTC وتتصف هذه السوق بأنها سوق للمفاوضة Negotiation Markets أي يتحدد سعر الورقة عن طريق التفاوض ويجرى التعامل فيها علي الأوراق المالية غير المسجلة – المدرجة – في السوق المنظمة [1]، وأيضا أصبحت تتعامل في العقود الآجلة Forward Contract ، كما تتعامل في عقود الاختيار – شانها في ذلك شان السوق الرسمية ، وتتعامل في عقود واتفاقيات المبادلات swap contracts وبلا منافس .

**وقد نشأ عن السوق غير المنظمة أنواع أخرى تتمثل في الآتي [2]:**

١- السوق الثالثة The third Markets الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة أو هذه البيوت علي استعداد في أي وقت لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت ، أما جمهور المتعاملين فيها فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير ، وقد وجدت تلك المؤسسات ضالتها في السوق الثالث ، الذي يتيح لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة .

---

(1) London Stock Exchange, Glossary.

(2) Robert A. Strong, practical investment management, south- western college publishing an international Thomson, Publishing Company, 1998, p531- 537.

٢- السوق الرابعة The Fourth Markets ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة ،وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويساعد ذلك ويود شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية لذلك في هذا السوق يتم إبرام الصفقة بسرعة وبتكلفة اقــل .

وأخيراً فقد تكون هذه الأسواق حاضرة cash/spot وهي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات وتسويتها بصورة فورية أو تكون أسواق آجله Forward ويتم فيها عقد الصفقات وتسويتها في تاريخ لاحق مستقبلاً .

وفي مصر يوجد بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية ولهما رئيس واحد ومجلس إدارة واحد ، وتقيد فيها كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت لشركات مغلقة أو شركات اكتتاب عام ، إذا توفرت فيها شروط القيد وتم تداول الأوراق المقيدة في السوق المنظمة خلال الجلسة الرسمية التي تبدأ من ١٠: ٣٠ صباحاً وتنتهى فى ٢: ٣٠ مساءاً ، أما بالنسبة للأوراق المالية غير المقيدة بجداول البورصة فيتم تداولها في السوق غير المنظمة أو الموازية ، وتنقسم هذه السوق إلي سوقين الأول وهو سوق نقل الملكية وتتحدد الأسعار من خلال التفاوض Negotiation المباشرة بين المتعاملين – والثاني فهو سوق الأوامر وتتحدد الأسعار من خلال العروض والطلبات علي شاشات التداول خلال الجلسة التي تبدأ الساعة ٢: ٤٥ مساءاً وتنتهى فى ٣: ١٥ مساءاً .

## المبحث الثانى

## مرحلة نشأة سوق الأوراق المالية

تعد هذه المرحلة أهم مراحل دراسة تاريخ سوق الأوراق المالية فى مصر ، لأنها اللبنة الأولى فى تأسيس سوق للأوراق المالية المصرية ، ونقطة الانطلاق فى تطورها وازدهارها ، وتمتد هذه الفترة حتى صدور قوانين التأميم فى عام ١٩٦١م .

فى مصر بورصتان للأوراق المالية( منذ نشأتيهما وحتى الآن) ، وهما بورصتا القاهرة والإسكندرية ، ولم يتم إنشاء بورصات أخرى سواء أكانت حكومية أو خاصة ، لذا كان علينا بيان ظروف نشأة كل بورصة على حده والتشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية فى بداية نشاطه وحتى صدور قوانين التأميم .

### أ – نشأة بورصة الإسكندرية للأوراق المالية :

كان سماسرة الأوراق المالية فى الإسكندرية يجتمعون فى أحد المقاهي الواقعة فى حي محرم بك لإجراء عمليات تداول الأوراق المالية – عبارة عن أسهم شركات مصرية وأجنبية – وبدأ معها التفكير فى تخصيص مكان محدد لعمليات التداول ، وفى عام ١٨٨٣ تم تأسيس شركة البورصة الخديوية ، واستقلالها بمبنى المنشية كمقر لبورصة الأوراق المالية بعد نقل بورصة عقود القطن إلى المبنى الكائن به الآن بميدان محمد على بالإسكندرية بعد أن كانتا معاً فى مبنىً واحد بشارع الشريفين بالإسكندرية ، ومن ثم يعتبر تاريخ ١٨٨٣ هو تاريخ إنشاء بورصة الإسكندرية للأوراق المالية باتخاذ مقرٍ ثابتٍ لها [١].

---

(١) البنك الأهلي المصرى ، النشرة الاقتصادية ، المجلد السادس والأربعون ، العدد الرابع ، ١٩٩٣ ، ص ٣٠٦ .

البعض يرجع تاريخ إنشائها إلى سنة ١٩٠٢ حيث أن تعاملات السماسرة فى المقصورة الخاصة ببورصة العقود لم يرتق إلى منزلة بورصة إلا فى سنة ١٩١٢ حينما أنشئت نقابتهم وصدور أول لائحة داخلية لبورصة الإسكندرية فى عام ١٩٠٢ . انظر : صادق حنين ، "بحوث فى أعمال البورصات" ، مجلة القانون والاقتصاد ، العدد الثالث ، السنة الثامنة ، ١٩٣٨ ، ص ١١٨ .

**ب – نشأة بورصة القاهرة للأوراق المالية :**

بدأت أولى محاولات إنشاء بورصة القاهرة للأوراق المالية فى عام ١٨٨٩ عندما اجتمع سماسرة الأوراق المالية بالقاهرة فى أحد الفنادق خلف حديقة الأزبكية لوضع قواعد خاصة بعمليات تداول الأوراق المالية ، إلا أن نتائج هذا الاجتماع لم تدم طويلاً ، فقد كتب على هذا الاجتماع بالفشل بعد ثلاثة أشهر ، وينسب هذا الإخفاق إلى أسباب عدة منها ضعف رأس المال ، وحداثة العهد بإقامة التعامل على أصول واجبة الاحترام من جميع المتعاملين ، ولكن أهم الأسباب شأناً أن الأسهم والسندات المتداولة وقتئذٍ كانت أقل من أن تكفى لإدارة دولاب العمل فى بورصة نظامية (١).

وتوالت المحاولات حتى عام ١٨٩٨ حينما قام السماسرة بإنشاء شركة للتعامل فى الأوراق المالية استأجروا لها المكان الذى تشغله لوكاندة "كونتنتال سافوى" بميدان الأوبرا ، ولكن انعدام ثقة الجمهور أودت بهذا المشروع من جديد ، ثم عاد السماسرة أدراجهم إلى مزاولة نشاطهم من قهوة "نوبار" بشارع عماد الدين ، وكان التعامل يشمل الأوراق المالية وعقود القطن والتعاملات على حدٍ سواء ، وكان تليفون المقهى الوحيد كافياً لاتصال المتعاملين (٢).

وفى عام ١٩٠٣ تم تأسيس شركة من بعض الماليين لتتولى تأسيس البورصة وإنشأ نقابة للسماسرة ، ووضعوا لها قانوناً ينظم شئونهم – على مثال قانون النقابة التى أنشأها زملاؤهم فى الإسكندرية سنة ١٩٠٢ – فأقيمت بورصة القاهرة للأوراق المالية سنة ١٩٠٤ فى دار بشارع المغربي بالاتفاق ما بين النقابة والشركة ، ثم قصرت النقابة عضويتها على سماسرة الأوراق المالية وحدهم ، أما السماسرة الذين

---

(1) Zaki Abd El Motaal, Les Boureses en Egypte, Historique Libraire du Conseil d'Etat et de la Societe Legistation Comparee Preface, 1930, pp. 54-94.

(٢) يراجع : على شلبى ، بورصة الأوراق المالية ، دراسة علمية وعملية ، القاهرة ، مكتبة النهضة العربية المصرية ، ١٩٦٢ ، ص ٥-٧ .

– انظر أيضاً : بورصة الأوراق المالية ، الكتاب السنوي ، ١٩٩١ ، ص ٢٢-٢٦ .

آثروا الاشتغال بعقود القطن فإنهم أنشأوا لأنفسهم نقابة خاصة بهم[١].

ومنذ عام ١٩٠٤ أصبحت البورصة بالقاهرة لا تتعامل إلا فى الأوراق المالية ، وفى عام ١٩٠٧ بلغ عدد السماسرة ٧٣ سمسار ، كما أصبح عدد الشركات ٢٢٥ شركة ، ومن ثم بدأت جمعية السماسرة بالبحث عن مكان آخر لمقابلة الزيادة المضطردة فى الأوراق المالية المتداولة ، فقامت بتشييد المبنى الذى يشغله حالياً البنك الأهلي المصرى بشارع سليمان باشا واستقروا فيه ، وفى عام ١٩١٤ أغلقت السوق وبيع عقارها بسبب نشوب الحرب العالمية الأولى ، وفى عام ١٩١٧ وافق البنك الأهلي المصرى على أن يشغل السماسرة جزء من مبناهم السابق ، وبدأت البورصة تستعيد نشاطها ، واستمر العمل فى هذا المكان فى عام ١٩٢٨ حينما انتقلت إلى مبناها الحالى بشارع الشريفين المتفرع من شارع قصر النيل ، وصمم مبناها المهندس (بارك) لكي يفي بحلبتها وأقسامها الإدارية ، كما أنشئت مثيلتها فى الإسكندرية ومقرها الحالى بشارع طلعت حرب [٢].

**جـ - التشريعات المنظمة لأعمال بورصتي الأوراق المالية منذ نشأتيهما وحتى صدور قوانين التأميم :**

لقد صدرت عدة تشريعات منذ تأسيس سوق الأوراق المالية وحتى صدور قوانين التأميم عام ١٩٦١ ، ونتناول هذه التشريعات على النحو التالي :

---

(١) يراجع : صادق حنين باشا ، "بحوث فى أعمال البورصات" . مرجع سابق ، ص ١١٧ .

(٢) يراجع : الهيئة العامة لسوق المال ، "البورصة والأوراق المالية" ، الطوخى للطباعة ، ١٩٨٤ ، ص ١٥ ، ١٦ .

**١ – الفترة من تأسيس سوق الأوراق المالية حتى عام ١٩٠٩ :**

خلال هذه الفترة كانت البورصة تدار بواسطة سماسرة الأوراق المالية بعيداً عن التنظيم والرقابة الحكومية ، وقد وصف ذلك الدكتور زكى عبد المتعال فى كتابه النفيس "Les bourses en Egypte" بأن البورصة المصرية عبارة عن مجموعة أشبه بالنقابة[١] .

Les bourses Egyptiennes etaient don avant tout des groupements professionels diriges et reglements par les corporations des agents de change et des courtiers, sans aucune Surveillance de la part du legislateur.

وتطور هذا التنظيم حتى تكونت نقابة سماسرة القاهرة ، وصدرت أول لائحة تنظم عمل البورصة [غير حكومية] فى عام ١٩٠٤ ، وتسرى أحكامها على بورصتي القاهرة والإسكندرية ، وتضمنت الأحكام الآتية :

١– تحديد العادات المرعية فى السوق فى العمليات الفورية والآجلة التى تعقد لبيع وشراء الأوراق المالية .

٢– بضرورة تطابق العمليات مع أحكام اللائحة .

٣– بالعمل جهد الاستطاعة لتذليل الصعوبات وفض المنازعات التى قد تنشأ نتيجة تنفيذ العمليات فى السوق .

٤– بيان حقوق وواجبات السماسرة نحو بعضهم البعض ونحو عملائهم ، مع ملاحظة أن هذه اللائحة وضعت باللغة الفرنسية وليست العربية ، وقامت بوضعها لجنة دولية كطلب الحكومة المصرية ، وتسرى على بورصتى القاهرة والإسكندرية

---

(1) Zaki Abd El Motaal, p. 94.

للأوراق المالية .

**٢ – الأمر العالي الصادر فى ٨ نوفمبر ١٩٠٩ :**

ازدهرت البورصة نتيجة زيادة عدد الأسهم المتداولة فيها ، وزادت عمليات المضاربة من قبل بعض السماسرة ، وانتشرت عمليات البيع الآجل على نطاق واسع مما ترتب عليها خسائر كبيرة للمتعاملين ، وحدوث أزمة اقتصادية فى البلاد عام ١٩٠٧ ، مما حدا بالحكومة المصرية التدخل من خلال إصدار أول لائحة رسمية للبورصة بموجب الأمر العالي الصادر فى ٨ نوفمبر ١٩٠٩ ، وتضمن فى مادته الأولى "صدق على لائحة البورصة المرفقة بأمرنا هذا ويعمل بمقتضاها ابتداء من أول سبتمبر ١٩١٠" ، واعتباراً من هذا التاريخ لم تعد البورصات من شأن السماسرة وحدهم ، وإنما عُنيِ التشريع بتنظيمها بوضع لائحة عامة ، مع ترك الأحكام التفصيلية تنظمها اللائحة الداخلية ، وتضع هذه اللائحة لجنة البورصة ، وتصدق عليها وزارة المالية (١).

وتناول الأمر العالي بالتنظيم جميع أنواع البورصات سواء ما تعلق منها بالبضائع أو بالأوراق المالية أو كان التعامل فى السوق الحاضرة أو الآجلة ، ووضع لكل نوع من أنواع النشاط ضوابطه وأحكامه الأساسية ، وأصبحت البورصات المصرية أسواقاً رسمية تفتح بترخيص من الحكومة ، وتنظم شئونها مراسيم ، ولا يعتبر التعامل صحيحاً إلا إذا تم وفقاً لأحكامها ، وانعقدت بواسطة سماسرة مرخص

---

(١) د. محمد الشحات الجندي ، معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية ، دار النهضة العربية ١٩٨٨ ،

لهم بذلك ، وتقبل فيها تسوية العمليات الآجلة بدفع فروق الأسعار ، وكانت العمليات الآجلة خالية من أي نص خاص بها قبل هذا المرسوم ، ويقوم بالإشراف على تنفيذ القانون مندوبون من قبل الحكومة [١].

**٣ – المرسوم الصادر بتاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٣٣ :**

فى ديسمبر ١٩٣٣ صدر مرسوم بالموافقة على اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية ، ويتميز هذا المرسوم بأنه يعالج بورصات الأوراق المالية وحدها دون أن يجمع بينها وبين بورصات البضائع سواء ما تعلق منها بالبضاعة الحاضرة أو الآجلة .

والأمر الجدير بالملاحظة فى هذا الشأن أن اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية صدرت بقرار وزير المالية فى ١٩٤٠/٤/٢٧ ، ثم عدل بالقرار المؤرخ ١٩٤٧/٤/١٥ ، وتضمن إنشاء سوق خارج جدول الأسعار الرسمي على أن يقتصر التعامل فيه على العمليات العاجلة فقط ، وبذلك أصبح داخل البورصة سوقان للأوراق المالية ، السوق الرسمي ، والسوق غير الرسمي [٢].

---

ص ٢٧ .

(١) يراجع : صادق حنين باشا ، "بحوث فى أعمال البورصات" ، مرجع سابق ، ص ٥٤٢ ، ٥٤٣ .

(٢) المستشار / محمود فهمي ، مذكرة فى شأن القوانين واللوائح المنظمة لسوق المال فى مصر ، بدون دار نشر ، ٢٠٠١ ، ص ٢ .

وقد زادت عدد الشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية بسبب التعديلات الصادرة فى إبريل ١٩٤٠ بإلزام الشركات المساهمة بالقيد بالبورصة ، وإعطاء البورصة حق قيد الشركات المساهمة تلقائياً ، وبدأ التعامل بالعملة المصرية لأول مرة فى سوق الأوراق المالية فى نفس العام ، ولذلك اتجهت أسعار الأوراق المالية للارتفاع ، إذ بلغ مؤشر الرقم القياسي لأسعار الأوراق المالية للبنك الأهلي المصرى فى يناير ١٩٤٤ نحو ٢٥١ نقطة ، وفى ديسمبر من ذات العام وصل إلى ٢٥٧ نقطة ، وفى نهاية عام ١٩٤٥ بلغ نحو ٢٩٦ نقطة [١].

**٤ – القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ فى شأن التعامل فى الأوراق المالية :**

فى أعقاب ثورة يوليو ١٩٥٢ قامت الدولة بإصدار العديد من القوانين والقرارات الاقتصادية التى تستهدف النشاط الاقتصادي فى الدولة فأصدرت القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ ، والذى نص فيه على عدم جواز التعامل فى الأوراق المالية إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين بالبورصة ، وذلك سواء ما تعلق منها بالأوراق المالية المقيدة بالجدول الرسمي للأسعار أو غير المقيدة به ، كما نص على أن سمسار الأوراق المالية ضامن لكافة العمليات التى تتم بواسطته ، وأن أي تعامل يتم على خلاف هذه الأحكام يقع باطلاً ، وهذا المرسوم يعتبر مكملاً للمرسوم الصادر فى ١٩٣٣/١٢/٣١ [٢].

---

(١) يراجع : د. سليمان المنذر ، الأسواق العربية لرأس المال ، نشأتها ، خصائصها الأساسية ، إمكانية التكامل فيما بينها ، ( بيروت ، دار الرازى للطباعة ، ١٩٨٧ ) ص ٥٠ .

(٢) الهيئة العامة لسوق المال ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق المال ، ١٩٩٨ ، ص ١١ .

**٥ – القرار الجمهوري رقم ٣٣١ لسنة ١٩٥٦ فى شأن تنظيم عمليات بيع الأوراق المالية بالآجل [١]:**

صدر القانون رقم ٥٤ لسنة ١٩٤٥ فى شأن تنظيم بيع الأوراق المالية بالآجل والمعدل بالقانون رقم ٣١٧ لسنة ١٩٥٥ ، وقد نص القانون الأخير على إلزام كل من يرغب فى مزاولة هذا النوع من النشاط أن يحصل على ترخيص من وزارة المالية والاقتصاد ، وامتلاك رأس مال لا يقل عن عشرة آلاف جنيه على الأقل ، وبالرغم من ذلك فإن هذا القانون لم يحقق الغرض الذى صدر من أجله ، وهو إحكام الرقابة على التعاملات القائمة على بيع الأوراق المالية بالآجل ، لذلك فقد صدر القرار الجمهوري رقم ٣٣١ لسنة ١٩٥٦ فى شأن تنظيم عمليات بيع الأوراق المالية بالآجل .

وأهم المبادئ التى أشتمل عليها القرار الجمهوري هى إنشاء سجل لقيد الأشخاص الذين يصدر لهم قرار بالترخيص لمزاولة نشاط بيع الأوراق المالية بالآجل ، على أن يقتصر على بيع الأوراق المدرجة بالجدول الرسمي للأسعار ، ويحظر على سماسرة الأوراق المالية أو أزواجهم أو أحد أصولهم أو فروعهم مزاولة هذا النوع من النشاط ، وأن مخالفة أحكام القرار تصل إلى محو التسجيل فى حالة تعدد الأحكام الصادرة عن المخالفات .

**٦ – القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ بإصدار اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية :**

صدر القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية ، بدلاً من تلك التى كان معمولاً بها منذ عام ١٩٣٣ والصادرة باللغة الفرنسية ، وقد تم تعديله بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ ولكنها تعديلات غير جوهرية ، وظل العمل به حتى صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال .

---

(١) انظر : الوقائع العربية ، العدد ٧٤ مكرر ، ١٣ سبتمبر ١٩٥٦ .

وأيضاً : المذكرة الإيضاحية للقانون رقم ٢٣١ لسنة ٥٦ ، النشرة التشريعية لوزارة العدل ، ( بعدد يوليو ١٩٥٦ ) ، ص ٢٣٦١ .

وقد تميز هذا القانون بأنه منح بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية الشخصية المعنوية العامة ، ونص على أن تشكل إدارة البورصة من لجنة البورصة ، والجمعية العامة للبورصة ، واللجنة العليا للبورصات ، وهيئة التحكيم ، ومندوب الحكومة الذى له حق الاعتراض على أي قرارات تصدر بالمخالفة لأحكام القانون أو الصالح العام ، ووضع شروط للسماسرة وحدد حقوقهم وواجباتهم ، ونظم أحكام قيد الأوراق المالية بجداول البورصة [١].

وترتب على صدور القانون انتعاش فى سوق الأوراق المالية بعد حالة الكساد التى شهدها السوق فى أعقاب تأميم قناة السويس الذى أدى إلى حدوث هبوط فى أسعار الأسهم فى البورصة المصرية ، إذ انخفض مؤشر الرقم القياسي من ٧٠٠١ نقطة فى عام ١٩٥٥ إلى ٦١٠٩ نقطة فى عام ١٩٥٧ ، حيث حدث انتعاش فى عام ١٩٥٨ بعد صدور القانون المشار إليه ، ونظراً لقيام الدولة بإنشاء العديد من المشروعات الاقتصادية بالمساهمة مع المواطنين ، فقد ارتفعت الأوراق المالية المقيدة إلى ٦٢٠ ورقة ، وارتفع مؤشر الرقم القياسي للأسعار الذى تعده نقابة السماسرة بالإسكندرية بمعدل ٢٩,٥% خلال عام ١٩٥٨ بالمقارنة بالعام السابق له ، وأخذت الأسعار فى الارتفاع فى الفترة من نهاية ديسمبر ١٩٥٨ إلى ١١ يناير ١٩٥٩ إذ بلغ معدل ارتفاعها حوالي ٦,٥% خلال تلك الفترة [٢].

---

(١) يراجع : القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ ، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، ١٩٨٦ .

(٢) يراجع : البنك الأهلي المصرى ، النشرة الاقتصادية ، العدد الأول ، ١٩٥٩ ، القاهرة ، ص ٧٣ .
– وأيضاً : د. أحمد السيد جابر ، بورصات الأوراق المالية فى ظل الاشتراكية العربية ، جامعة القاهرة كلية التجارة ، رسالة ماجستير غير منشورة ، ١٩٦١ ، ص ٢٣٨ .

## المبحث الثالث

## مرحلتى التحول الاشتراكي والإنفتاح الإقتصادى

### المطلب الأول : مرحلة التحول الاشتراكى :

إن أسواق الأوراق المالية وليدة الأنظمة الرأسمالية كمنهج اقتصادي وانتعاشها يدور وجوداً وعدماً مع التطورات الاقتصادية فى ظل هذه الأنظمة ، بينما فى ظل الأنظمة الاشتراكية لا نجد أثراً لأسواق الأوراق المالية .

وقد كان ينتظر لسوق الأوراق المالية فى مصر أن تنمو وتنطلق فى أدائها ، لولا صدور العديد من القوانين الاشتراكية والتى بدورها أصابت سوق الأوراق المالية بالركود ، وتمثلت هذه القوانين فيما يلي [1]:

**١ - القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩ :**

بموجب هذا القانون تدخلت الحكومة بتحديد الأرباح الموزعة على المساهمين ، بما لا يزيد عن توزيعات عام ١٩٥٨ بأكثر من ١٠% أو ربما لا يجاوز ١٥% من القيمة الاسمية التى توزع أرباحها لأول مرة .

وقد ترتب على هذا القانون هبوط الأسعار هبوطاً شديداً ، الأمر الذى أدى إلى تدخل الحكومة بوضع حد أدنى للأسعار ، وتدخلت الحكومة مشترية من السوق

---

(١) د. حسنى خليل محمد ، " تطور سوق الأوراق المالية فى مصر" ، معهد الدراسات المصرية ، البنك المركزى المصرى ، مارس ١٩٨٥ ، ص ٤-٥ .

- البنك المركزى المصرى ، تطور سوق رأس المال فى مصر ، النشرة الاقتصادية ، العدد الأول والثاني ، ١٩٩٢ ، ص ١٣-١٥ .

- د. نصر على طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية ، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ ، ص ٣٩-٤١ .

- د. يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، بدون دار نشر ، ١٩٩٧ ، ص ٦٧-٧٨ .

حماية للأسعار من الانهيار ، وظهرت سوق سوداء للتعامل فى الأوراق المالية بأسعار أقل من الحد الأدنى لكل ورقة مالية بغرض الخروج من الاستثمار فى سوق الأوراق المالية .

**٢ – القانون رقم ١١١ لسنة ١٩٦١ :**

فى بداية عام ١٩٦١ لم تكتف الحكومة بتحديد الأرباح الموزعة على المساهمين ، بل بدأت فى اتخاذ إجراءات التأميم للشركات الكبرى ، واستتبع ذلك تعديل القانون رقم ٢٦ لسنة ١٩٥٤ بمقتضى القانون رقم ١١ لسنة ١٩٦١ ، بأن جعل أسهم شركات المساهمة اسمية فقط – إلغاء الأسهم لحاملها – مع تخصيص ٢٥% من الأرباح الصافية للموظفين والعمال .

**٣ – القانون رقم ١١٦ لسنة ١٩٦١ :**

بموجب هذا القانون تم إغلاق بورصتي القاهرة والإسكندرية لمدة شهرين ابتداء من ١٩٦١/٧/١٩ ، مع حظر نقل ملكية الأوراق المالية خلال فترة الإغلاق وقد كان هذا القانون مواكب لقوانين التأميم الشهيرة .

**٤ – قوانين التأميم أرقام (١١٧ ، ١١٨ ، ١١٩ لسنة ١٩٦١) :**

صدرت فى يوليو ١٩٦١ قوانين التأميم الشهيرة ، والتى أوجدت معها حالة من عدم الثقة والاطمئنان نحو أي استثمار ، والتى بمقتضاها تم تأميم كلى لجميع البنوك وشركات التأمين ، وعدد ٧٤ شركة أخرى ، وتحولت أسهم هذه الشركات إلى سندات اسمية على الدولة لمدة ١٥ سنة بفائدة ٤% سنوياً مع قابليتها للتداول بالبورصة ، والتأميم الجزئي لعدد ٩١ شركة عن طريق مساهمة إحدى المؤسسات العامة بحصة لا تقل عن ٥٠% من رأس المال ، إلى أن انتهى الأمر بصدور تعديل على هذه القوانين يقضى بالتأميم الكلى للشركات بأثر رجعى اعتباراً من يوليو ١٩٧١م .

ثم صدر القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٦١م والذى يقضى بعدم جواز – تملك أى شخص طبيعي أو معنوي – باستثناء الهيئات والمؤسسات العامة – ما تزيد قيمته السوقية عن عشرة آلاف جنيه من مجموع أسهم الشركات الخاضعة لهذا القانون ، وكان عددها ١٤٣ شركة على أن يعود ما زاد على ذلك للدولة ، وقدرت المبالغ التى آلت إلى الدولة من جراء ذلك بحوالى ٥٤ مليون جنيه ، وقدر عدد المساهمين الذين يزيد ملكيتهم عن النصاب المذكور بـــ ١١٥٤ مساهماً [١].

ثم توالي بعد ذلك صدور عدة قوانين أرقام ٦٥ ، ٧٢ ، ٧٣ ، ٧٧ لسنة ١٩٦٣ والخاصة بتأميم شركات الأدوية ، وعدد كبير من شركات الغزل والنسيج والصناعات الكيماوية والهندسية ، وشركات النقل والمناجم والمحاجر ، وكان خاتمة ذلك القرار الوزاري رقم ٤١ لسنة ١٩٦٩م ، الذى وضع حد أقصى للربح الذى تلتزم به شركات القطاع العام المختلط وهو ١٥% من القيمة الاسمية للسهم .

**– نشاط سوق الأوراق المالية خلال هذه المرحلة :**

لقد كان لهذه القوانين تأثيرات بالغة على سوق الأوراق المالية خلال هذه المرحلة ، فبالرغم من إعادة فتح بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية بعد انقضاء إغلاقهما لمدة شهرين ، وقابلية سندات التأميم التى أصدرتها الدولة فى الشركات المؤممة للتداول بالبورصة ، إلا أن سوق الأوراق المالية فى مصر تراجعت وتقلص دورها فى تشجيع المدخرات المحلية والاستثمارات الأجنبية .

ومن مظاهر جمود السوق خلال هذه الفترة أنه لم يتم تأسيس شركات مساهمة سوى أربع شركات طوال العشر سنوات من عام ١٩٦١ وحتى عام ١٩٧١ ، وأيضاً لم يتبق من الشركات المساهمة التى كانت قائمة قبل قوانين التأميم وعددها (٦٥٠) شركة سوى ٣٦ شركة مساهمة قطاع خاص هذا عن سوق الإصدار .

---

(١) يراجع : د./ عبد المنعم التهامي ، "التمويل ، مقدمة فى المنشآت المالية" ، مكتبة عين شمس ، ١٩٨٤/٨٣ ، ص ٨٥ .

أما عن سوق التداول – الثانوي – فقد انخفض حجم التعامل فى بورصتى القاهرة والإسكندرية من ١١٤,٤ مليون جنيه عام ١٩٥٨ إلى ٦٢,٦ عام ١٩٦٠ ، ثم هبط حجم التعامل إلى ٥ مليون جنيه فى عام ١٩٧١ ، وأيضاً انخفض عدد الشركات المقيدة بالبورصة من ٢٦١ شركة برؤوس أموال ١٧٤,٦ مليون جنيه عام ١٩٦١ إلى ٦٦ شركة برؤوس أموال ٧٠,٣ مليون جنيه عام ١٩٧١ ونتيجة لقلة حجم التعامل فى الأوراق المالية تم إغلاق كثير من بيوت السمسرة ، فلم يتبق غير ١٢ مكتب سمسرة دفعت الدولة مرتبات شهرية لهم ، وأيضاً جزء من تكلفة المكاتب ، حفاظاً على الشكل العام حتى لا تغلق نهائياً بصفة رسمية [١].

ويبين لنا أن أهم أسباب جمود البورصة خلال هذه المرحلة ما يلي :

١ – فقد الثقة فى سوق الأوراق المالية عقب صدور قوانين التأميم الشهيرة .

٢ – اتجاه عدد كبير من المستثمرين فى تصفية مراكزهم والخروج من سوق الأوراق المالية .

٣ – إيقاف التعامل على الأوراق المالية لفترة ليست قصيرة بسبب طول الإجراءات الخاصة باستبدال الأسهم المؤممة .

٤ – صعوبة الاقتراض بضمان الأوراق المالية خلال تلك المرحلة .

٥ – دخول الحكومة مشترية عن طريق البنوك ، بغرض دعم السوق مما أدى إلى قلة عدد العاملين فى السوق من السماسرة والمتدربين [٢].

٦ – قيام الحكومة بوضع حد أدنى لأسعار الأوراق المالية ، أدى إلى تشويه آلية

---

(١) – د/ لويس ذكى سلامة ، "سوق الأوراق المالية ومستقبلها فى مصر" ، معهد الدراسات المصرفية ، البنك المركزى المصرى ، ١٩٧٦ ، ص ١١-١٢ .

– أ/ أشرف محمد السيد سيد أحمد ، " قياس تأثيرسياسة تحرير سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية " ، رسالة ماجستير فى الاقتصاد ، كلية التجارة جامعة الزقازيق ، سنة ٢٠٠٠ ، ص ١٩٥ ، ١٩٦ .

(٢) د. نادية أبو فخرة ، "اتجاه معاصر فى إدارة المنشآت والأسواق المالية" ، دار النهضة العربية ، ص ١٥ .

تحديد الأسعار والمتمثلة فى العروض والطلبات ، الأمر الذى أدى إلى سرعة خروج المستثمرين من السوق .

٧ – تجميد سوق الإصدار بسبب إبعاد القطاع الخاص عن إنشاء الشركات المساهمة خوفاً من التأميم ، هذا فضلاً عن عدم قيام الحكومة بإنشاء هذه الشركات وطرحها فى سوق الأوراق المالية .

٨ – عدم إمكانية التعامل فى الأوراق المالية الأجنبية أو جذب الأموال الأجنبية لشراء الأوراق المالية ، بسبب أنظمة الرقابة على النقد وضعف الاتصال بين الأسواق المالية المحلية والأسواق الأجنبية [١].

إن المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية خلال تلك الحقبة من الزمن كان من شأنها وفقاً لسياسة وفلسفة الدولة فى توسيع نطاق الملكية العامة ، زيادة تدخل الدولة فى النشاط الاقتصادى ، وانحسار دور القطاع الخاص ، وقد ظهر أثر ذلك على سوق الأوراق المالية من ضعف حجم التعامل ونشاط قيد الأوراق المالية ، لخير شاهد على حالة السوق خلال تلك المرحلة ، إلا أن الحسنة الوحيدة خلال تلك الفترة ، هو الإبقاء على بورصتى القاهرة والإسكندرية دون إلغائهما .

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر" ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٧ ، ص ٧٠ .

## المطلب الثانى : مرحلة الانفتاح الاقتصادي

اتجهت الدولة فى بداية السبعينيات إلى تقليص دورها فى النشاط الاقتصادي ، وتشجيع الاستثمار سواء المحلى أو الأجنبى ، متبعة سياسة الانفتاح والتحرر الاقتصادي للعمل على إعادة رؤوس الأموال العربية والأجنبية للمساهمة فى تمويل المشروعات المختلفة ومعالجة العديد من الآثار السلبية للسياسات الاقتصادية إبان مرحلة الاشتراكية ، وإعادة الثقة فى سوق الأوراق المالية .

وقد ظهرت سياسة الحكومة فى تنمية سوق الأوراق المالية ، وجذب مدخرات القطاع الخاص ، وتشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال إعادة تنظيم التشريعات الخاصة بالشركات وتنظيم سوق الأوراق المالية ، وذلك على النحو التالي :

### أولاً – التشريعات المنظمة المتعلقة بالشركات :

أصدرت الدولة العديد من التشريعات الاقتصادية التى تتمشى مع سياسة وفلسفة الدولة خلال تلك المرحلة ، وذلك بإعطاء دور للقطاع الخاص فى إنشاء الشركات ، وتشجيع الاستثمار الأجنبى ، ومن أهم هذه التشريعات ما يلي :

#### ١ – القوانين الخاصة بتشجيع الاستثمار :

أدى المشرع عناية فائقة بالتشريعات التى تشجع الاستثمار ، وعكف على تنقيتها من كافة الشوائب الطاردة لرأس المال ، وفى نفس الوقت عمل على زيادة العوامل الجاذبة له ، وقد أسفر ذلك عن التشريعات الآتية :

**أ - القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٧١ فى شأن استثمار المال العربي والمناطق الحرة [١]:**

وقد صدر هذا القانون لمعالجة الاختلافات بين الشركات التى يساهم فيها غير المصريين من العرب والأجانب .

**ب - القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ فى شأن نظام استثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة :**

كان الهدف من إصدار هذا القانون تشجيع تدفق الاستثمارات العربية والأجنبية إلى مصر من خلال منح المستثمرين مزايا ضريبية وجمركية ، كما أعطى لهم ضمانات فيما يتعلق بالتأميم والمصادرة ، وتحويل رؤوس الأموال إلى الخارج .

**جـ- قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩[٢] :**

صدر هذا القانون استكمالاً لسياسة الانفتاح ، وقد حل محل القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ ، مستهدفاً عدة مبادئ رئيسية منها منح المستثمر المصرى كافة المزايا التى يحصل عليها المستثمر العربي والأجنبي ، وتوحيد جهات الموافقة على مشروعات الاستثمار وجعلها لدى الهيئة العامة للاستثمار لتسهيل إجراءات إنشاء المشروعات وتأسيس الشركات .

**٢ - القانون رقم ٥٩ لسنة ١٩٨١ بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة [٣]:**

فى ١٧ سبتمبر ١٩٨١ ، صدر القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة ، وقد صدرت لائحته التنفيذية فى ٢٣ يونيه ١٩٨٢ بموجب قرار وزير الاستثمار رقم

---

(١) راجع : المستشار / رجب سليم عبد الحكيم ، "شرح أحكام قانون ضمانات وحوافز الاستثمار" ، بدون دار نشر ، عام ١٩٩٨ ، ص ٨ .

(٢) الجريدة الرسمية ، العدد ٢٩ تابع (أ) ، فى ٢٠ يوليو ١٩٨٩ .

(٣) راجع : الجريدة الرسمية ، العدد ٤٠ ، بتاريخ ١٩٨١/١٠/١ ، ص ٢٦٢٧ .

٩٦ لسنة ١٩٨٢ .

ولقد جاء فى المذكرة الإيضاحية لمشروع القانون "أن الواقع العملي كشف عن قصور أحكام القانون رقم ٢٦ لسنة ١٩٥٤ عن مواكبة التطورات الاقتصادية التى ترتبت على سياسة الانفتاح الاقتصادي ، كما أصبحت الحاجة ملحة إلى إعادة الثقة إلى المستثمر المصرى لكي يمسك بزمام المبادرة مرة أخرى ، لإنشاء الشركات المساهمة وغيرها من الشركات التى تعتمد على رأس المال الوطني ، باعتباره حجر الزاوية فى التنمية الاقتصادية للبلاد" (١).

وكان من أثر صدور هذا القانون على سوق الإصدار أنه خلال خمسة شهور فقط من تاريخ بدء العمل به تم تأسيس عدد ٢٣ شركة مساهمة بإجمالي رؤوس أموالها المصدرة ٢٩,٥٣٩ مليون جنيه تمثل عدد أسهم ١,٢٢٣ وذلك بالمقارنة بفترة الستينات كلها فلم يتم تأسيس سوى ٤ شركات مساهمة فقط (٢).

وأيضاً شهد سوق التداول نمواً كبيراً فى قيد أسهم الشركات بالبورصة ، إذ أن هذا القانون قد نص على إلزام شركات المساهمة بقيد أوراقها المالية من أسهم وسندات فى سوق الأوراق المالية فى خلال مدة لا تزيد عن سنة من تاريخ قفل باب الاكتتاب (٣).

وقد ترتب على ذلك أنه تم قيد أواق ٤٦ شركة مساهمة خلال عام ١٩٨٢م ، بإجمالي رؤوس أموال ٣٩٣,٥ مليون جنيه مصري ، تمثل ٢٣,٢٤٠ مليون سهم فى حين أنه لم يزد عدد الشركات المقيدة أسهمها بالبورصة حتى نهاية عام ١٩٨١م عن ٦٤ شركة (٤).

---

(١) راجع : مضبطة مجلس الشعب ، الجلسة ٨٩ ، بتاريخ ١١ أغسطس ١٩٨١ ، ص ٥٥ .

(٢) راجع : الهيئة العامة لسوق المال ، "دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال فى مصر" ، مقدمة فى المؤتمر الدولي لتنمية سوق المال ، ١٩٨٣ ، ص ١٣٢ .

(٣) راجع : المادة رقم ٤٧ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ .

(٤) راجع : الهيئة العامة لسوق المال ، دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال فى مصر ، مرجع سابق ، ص ١٣٥ ، ١٣٦ .

**ثانياً – التشريعات المتعلقة بتنشيط سوق الأوراق المالية :**

اتخذت الدولة بعض السياسات والإجراءات بهدف تنشيط جانبي العرض والطلب على الأوراق المالية ، ومن أهم هذه السياسات ما يلى :

**١ – قانون النقد الأجنبى والتعامل فى الأوراق المالية [١]:**

نظم قانون النقد الأجنبى رقم ٩٧ لسنة ١٩٧٦ التعامل فى الأوراق المالية ، ويقضى بأن استيراد الأوراق المالية وتصديرها والتعامل فيها يرتب حقاً والتزاماً بالنقد الأجنبى والتمويلات الخاصة ببيع وشراء الأوراق المالية المصرية والأجنبية ، ويجب أن يكون عن طريق البنوك المعتمدة ، كما سمح القانون بتمويل حصيلة الأوراق المالية المصرية والأجنبية المسدد مقابلها بالنقد الأجنبى ، كما رخص لسماسرة الأوراق المالية المقيدين بالتوسط فى عمليات نقل الملكية المتعلقة بهذه الأوراق سواء داخل البلاد أو خارجها ، على أن يكون استيراد أو تصدير الأوراق المالية عن طريق البنوك المعتمدة ، كما سمح بالإفراج عن النقد الأجنبى لتمويل قيمة الكوبونات وفوائد الأوراق المالية المصرية المملوكة للأجانب المقيمين بالخارج .

وقد شهدت السوق المصرفية منذ عام ١٩٨١ تصاعداً فى الطلب على النقد الأجنبى (خاصة الدولار) مما أدى إلى ارتفاعات فى سعر صرفه ، وخلق سوق سوداء ، ولهذا فقد صدر القرار الوزاري رقم ٢٢٢ لسنة ١٩٨٧ "بإنشاء السوق المصرفية الحرة للنقد الأجنبى" ، والتى سمح فى نطاقها للبنوك المعتمدة بشراء النقد الأجنبى وبيعه لحسابها فى المجالات التى يحددها وزير الاقتصاد ، وتلا ذلك صدور قرارات لاحقة لتنظيم هذه السوق بما أدى إلى توحيد سعر الصرف [٢].

---

(١) د. حسن خليل محمد ، " تطوير وتنمية سوق المال فى مصر" ، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي السادس (مؤتمر المدخرات فى مصر) ، جامعة المنصورة ، كلية التجارة ، ٤-٥ إبريل ١٩٨٩ ص ١٢٩ .

(٢) تم توحيد سعر الصرف اعتباراً من أكتوبر ١٩٩١ ، ليصبح هناك سعر صرف واحد للدولار مقابل الجنيه المصرى، يتحدد وفقاً للتعامل الحر لقوى العرض والطلب ، وذلك على أساس صدور القرار الوزاري رقم ٤٩١ لسنة ١٩٩١ بشأن تعديل نظام اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٧ لسنة ٧٦ بتنظيم النقد الأجنبى وذلك فيما يتعلق باستبدال عبارة السوق الأولية والسوق الحرة للنقد الأجنبى بعبارة السوق الحرة للنقد الأجنبى .
المصدر : الوقائع المصرية ، العدد رقم ٢٢٤ (تابع) ، ١٩٩١/١٠/٥ .

**٢ – قيد الشركات المساهمة بالبورصة :**

صدر القرار الوزاري رقم ٢٣٢ لسنة ١٩٧٧ وينص بقيد الشركات المنشأة وفقاً للقانون رقم ٤٣ لسنة ٧٤ فى بورصات الأوراق المالية المصرية ، وذلك وفقاً للقواعد والإجراءات المنصوص عليها فى اللائحة العامة للبورصات ، ونظم القرار أيضاً قيد الأوراق المالية المصدرة بالنقد الأجنبى ، بالإضافة إلى النص السابق ذكره الخاص بقيد الشركات الخاضعة لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ بسوق الأوراق المالية .

**٣ – إنشاء الهيئة العامة لسوق المال [١]:**

فى ديسمبر ١٩٧٩ صدر القرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بغرض إعادة الحيوية والنشاط إلى سوق الأوراق المالية ، وقد منحت الهيئة كافة الصلاحيات لخلق وتدعيم المناخ والأسس الواجب استخدامها ، لتنمية سوق الأوراق المالية وتطويرها لتصبح سوق إقليمية وعالمية .

وفقاً لأحكام هذا القرار فإن الهيئة تهدف إلى تنظيم وتنمية سوق المال ، ومراقبة حسن قيام السوق بوظائفه ، وتوجيه رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة فى التنمية الاقتصادية ، وكذلك تشجيع وتنمية إصدار الأوراق المالية الجديدة ، ثم الرقابة على تداول الأوراق المالية عن طريق الإشراف على بورصتى القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية .

وإذا كان قرار إنشاء الهيئة أقر لها الصلاحيات التى تؤهلها وتعاونها على تحقيق الأغراض والمسئوليات التى أنشئت من أجلها ، إلا أن القرار الجمهوري المشار إليه لم يتناول الجزاءات أو العقوبات التى يمكن تطبيقها فى حالة المخالفة ، الأمر الذى يضعف من سلطة الهيئة تجاه الجهات المختلفة ، وقد تم إعادة تنظيم الهيئة العامة لسوق المال بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢بشأن سوق رأس المال .

---

(١) راجع : د. عبد الرافع موسى ، "الهيئة العامة لسوق المال : طبيعتها – اختصاصها – دورها" ، بدون دار نشر ، ١٩٨٨ ، ص ٢٧ .

**٤ – القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ [١]:**

ويهدف هذا القانون إلى تحقيق المزيد من التنظيم لسوق الأوراق المالية ، وتبسيط التعامل فى الأوراق المالية ، وحماية المتعاملين ، وأهم التعديلات التى جاءت بالقانون هى السماح بقيد الأوراق المالية الأجنبية فى قائمة الأسعار ، والسماح بقيد السماسرة الأجانب كمراسلين فى البورصة ، والسماح لهم بتكوين شركات مع سماسرة مصريين ، وإلزام الشركات المساهمة بتسجيل أوراقها المالية فى البورصة وذلك بقصد زيادة الأوراق المالية المقيدة فى البورصة وتسهيل عملية تداول أوراقها المالية .

إلا أن التعديلات كانت محدودة مما أبقى على اللائحة العامة للبورصات والتى كان يحكمها القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ م .

**٥ – القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ [٢]:**

لقد منح القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ بشأن الضرائب على الدخل ، مزايا ضريبية للأسهم والسندات التى تصدرها شركات المساهمة للتقريب بينها وبين الأوعية الادخارية الأخرى من حيث المعاملة الضريبية ، وذلك للتشجيع على إقامة المشروعات وتوجيه المدخرات نحو الاستثمار فى الأوراق المالية .

---

(١) القانون رقم ٢١ لسنة ١٩٨١ ، "تعديل بعض أحكام القانون رقم ١٦١ لسنة ٥٧" ، الجريدة الرسمية ، العدد ٢٩ تابع ، ١٩٨١/٧/٢٣ .

(٢) القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ ، "بشأن الضرائب على الدخل " ، الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٣٧ تابع ، ١٩٨١/٩/١٠ .

وقد تم تعديل هذا القانون بموجب القانون رقم ١٨٧ لسنة ١٩٩٣ ، الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٢ مكرر ، ١٩٩٣/١٢/٣١ .

**٦-القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ [١]:**

صدر القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ مستهدفاً تنظيم الشركات التى تعمل فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها ، وحماية أموال المودعين ، وتقنين علاقتهم مع هذه الشركات ، وقد أوجب القانون أن تتخذ كل شركة من هذه الشركات شكل شركة المساهمة ، على أن يُطرح نصف رأسمالها على الأقل للاكتتاب العام ، توسيعاً لقاعدة المساهمين الذين يكونون الجمعية العمومية للشركة ، وأن الهيئة العامة لسوق المال هى الجهة الإدارية المختصة لهذه الشركات .

كما استحدث القانون أداة مالية وهى "صكوك التمويل ذات العائد المتغير" ، حيث أجاز للشركات المساهمة الأخرى التى ليس من بين أغراضها العمل فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها – بجميع أنواعها – أن تصدر هذه الصكوك ، والتى يتم فى بورصات الأوراق المالية [٢].

وقد كان من الجهود التى بذلت لتنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية بمصر ، بعد الأخذ بسياسة الانفتاح الاقتصادي وحتى مرحلة الإصلاح الاقتصادي فى التسعينات من القرن الماضي الآثار التالية :

أ – حدوث نمو تدريجي لعدد الشركات المساهمة المنشأة ، والتى تم قيدها فى البورصة عما كان عليه فى مرحلة التأميم ، حيث بلغ عدد الشركات المقيدة فى البورصة فى عام ١٩٩٠ إلى ٥٧٣ شركة بعدد أسهم ٣٧٢,٨٠٠,٠٠٠ ، وفى نهاية عام ٢٠٠٢ زاد عدد الشركات إلى ١,١٥١٠ شركة بعدد أسهم ٥,٦٠٠,٤٦٧,٦٨٠ جنيه [٣].

ب – زيادة قيمة التعامل فى بورصتى الأوراق المالية عما كان عليه الوضع فى

---

(١) القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ، الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٣ تابع ، ١٩٨٨/٦/٩ .

(٢) المادة ١٥ من القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ، والمادة ٤٣ من لائحته التنفيذية .

(٣) بورصتى القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية ، "كتاب الحقائق" ، ٢٠٠٣ ، ص ٥٨ ، ٦٣ .

الستينات ، فبينما كان قيمة التعامل فى نهاية عام ١٩٦٥ يبلغ ٤,٦ مليون جنيه ، فقد بلغت ٩,٦ مليون جنيه فى عام ١٩٨٢ ، ثم ١٢٥,٧ مليون جنيه فى عام ١٩٨٦ ، وفى نهاية عام ١٩٨٨ حوالي ٢٥٦,٥ ( كما هو مبين بالجدول رقم (١) بالملحق ) [١].

جـ- كما زادت السندات الحكومية المقيدة بالبورصة فى نهاية ١٩٨٨/١٢/٣١ بإجمالي ٥,٥٥٦,٢٠٠ جنيه ، وجميعها سندات إسكان ، هذا فضلاً عن سند البنك العقاري المصرى ٣% من ٢٠٠١/١٩٥١ بعدد ٢٧٩٥٨١ سند قيمتها ٢٧٩٥٨١٠ جنيه مصري ، هذا بالإضافة إلى سندات التنمية بالدولار ذات العائد الثابت (٩,٥%) ٩١/١٩٨٢ ، وسندات التنمية الوصفية ٩٦/٩٤ ( ذات العائد المتغير ) بإجمالي مبلغ ٦٤٠,٠٤٩,٦٩٠ دولار أمريكي [٢].

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، "دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال فى مصر" ، مرجع سابق ، ص ٢٦٧ .

(٢) الهيئة العامة لسوق المال ، "دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال فى مصر" ، مرجع سابق ، ص ٢٦٨ .

## المبحث الرابع
## مرحلة الإصلاح الاقتصادي

شهد سوق رأس المال فى مصر اهتماماً كبيراً من الدولة ، منذ تبنيها برنامج الإصلاح الاقتصادي فى بداية التسعينات ، والاتجاه نحو الاعتماد على القطاع الخاص فى دفع عجلة التنمية ، وتمثل أول مظاهر هذا الاهتمام فى صدور العديد من التشريعات اللازمة لإقامة سوق أورق مالية قوية ، وقد ظهر أثر ذلك على نشاط سوق الأوراق المالية خلال هذه المرحلة ، وفيما يلى دراسة أهم السياسات والإجراءات التى اتخذتها الدولة بشأن تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر .

### أولاً – التشريعات المؤثرة على سوق الأوراق المالية فى مصر خلال هذه المرحلة :

#### ١ – إصدار قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية [١]:

صدر القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ من أجل إصلاح أحوال القطاع العام والانطلاق به إلى آفاق جديدة أكثر رحابة ، تحقيقاً لكفاءة أعلى فى ظل آليات السوق ، ويهدف إلى رفع مستوى كفاءة شركات قطاع الأعمال العام وتطبيق برنامج تحويل المشروعات والأنشطة العامة إلى القطاع الخاص وذلك من خلال الآتي :

**أ – فصل الملكية عن الإدارة :**

اتجه المشرع إلى الفصل بين ملكية الدولة لوحدات القطاع العام وبين إدارتها من خلال إشراف الشركات المساهمة القابضة ، بجانب تحرير تشكيلات مجالس الإدارة والجمعيات العامة فى الشركات التابعة والقابضة من السيطرة الحكومية .

---

(١) الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٤ مكرر ، بتاريخ ١٩ يونيو ١٩٩١ .

**ب – المساواة فى المعاملة بين شركات قطاع الأعمال العام وشركات القطاع الخاص :**

فقد نص المشرع فى المادة السابعة من قانون الإصدار « أنه لا يجوز حرمان الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون من أية مزايا ، أو تحميلها بأية أعباء تخل بمبدأ المساواة بينها وبين الشركات المساهمة الخاضعة لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والتى تعمل فى ذات النشاط » .

كما يلاحظ أن القانون قد أطلق الحرية لمجلس الإدارة الخاص بالشركات التابعة فى وضع الخطط والسياسات الكفيلة بتحقيق أغراض الشركة ، وفقاً للأسس الاقتصادية السليمة ، وحسب طبيعة نشاط الشركة .

**جـ- تشجيع القطاع الخاص على الدخول مساهماً أو مشترياً للقطاع العام (التخصيصية) :**

فقد أجاز المشرع أن تكون أسهم الشركات التابعة قابلة للتداول فى بورصات الأوراق المالية ، وللجمعيات العمومية غير العادية للشركات القابضة سلطة بيع كل أو بعض أسهم الشركات التابعة بما يؤدى إلى خفض حصة الشركة القابضة ، أو الشخصيات الاعتبارية العامة وبنوك القطاع العام فى رأس مالها عن ٥١% ، مما يؤدى إلى خضوع هذه الشركات لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، وبالتالي تقليص دور الدولة فى النشاط الاقتصادي ، وتوسيع قاعدة الملكية .

**٢ - إصدار قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ [١]:**

قانون سوق رأس المال يعد أول تنظيم قانوني متكامل لسوق الأوراق المالية فى مصر ، وهو بمثابة القاطرة التى شدت سوق الأوراق المالية للأمام ، ويهدف القانون إلى تهيئة السوق لتنفيذ برنامج التخصيصية ، وتشجيع الأفراد والمؤسسات المحلية والأجنبية للاستثمار فى الأوراق المالية ، لرفع معدلات النمو الاقتصادي ، وقد قامت فلسفة القانون على عدة أُسس يمكن إيجازها فيما يلى :

- إعطاء صلاحيات للهيئة العامة لسوق المال ، بما يجعلها جهازاً رقابياً قادراً على التأكد من سلامة إجراءات الشركات المتعاملة فى السوق ، وسلامة استخدام أموال المستثمرين ، وذلك فى ظل متابعة جادة ومستمرة والعمل على تنظيم سوق الأوراق المالية ، وفقاً لقواعد ونظم محددة وواضحة .
- توفير أوراق مالية متنوعة تتمثل فى الأسهم سواء كانت لحاملها أو عادية أو ممتازة ، بالإضافة إلى السندات وصكوك التمويل ، والسندات المورقة ، ووثائق الاستثمار ، وأية أوراق مالية أخرى تصدرها الشركات بموافقة الجمعية العامة لها .
- إنشاء بورصات خاصة تكون لها الشخصية.
- نظم القانون الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ، واستحدث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الاستثمار ، وشركات رأس المال المخاطر ، والمقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية ، وتكوين إدارة محافظ الأوراق المالية ، والسمسرة فى الأوراق المالية ، وتقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية ، واشتراط أن تكون هذه المؤسسات فى شكل شركة مساهمة أو التوصية بالأسهم ، وليس شكل مؤسسات فردية ، كما حدد القانون حد أدنى لرأس المال المصدر أو المدفوع لهذه الشركات حسب كل نشاط .

---

(١) الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٥ (مكرر) فى ١٩٩٢/٦/٢٢ ، ثم صدرت لائحته التنفيذية بالوقائع المصرية ، العدد رقم ٨١ (تابع) فى ١٩٩٣/٤/٨ .

- أجاز القانون أن يُملك جزء من أسهم الشركة للعاملين فيها ، باعتبار هذه إحدى وسائل التخصيصية ، وذلك من خلال إنشاء ما يسمى باتحاد العاملين المسامين .
- تضمن القانون آلية للحماية من مخاطر عدم تسوية العمليات المنفذة فى المواعيد المحددة ، وتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية ، فتم إنشاء صندوق ضمان التسويات وصندوق تأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية .
- تقرير إعفاءات ضريبية تكفل الموازنة بين أدوات الادخار وأدوات الاستثمار ، والاهتمام بالإفصاح عن البيانات فى سوق الأوراق المالية .
- حدد القانون الجزاءات التى تفرض على المخالفين من قبل الهيئة مثل وقف الشركة عن مزاولة النشاط لمدة معينة – جزاءً إدارياً- فضلاً عن العقوبات الجنائية .

- وأخيراً ، فإن أهم ما يميز قانون سوق رأس المال عن غيره من التشريعات أنه قانون مرن يسمح بإضافة ما قد يستجد على الساحة من مستحدثات دون إجراء تعديل فى ذات القانون ، إذ نظم القانون القواعد الأساسية وأحال إلى اللائحة فى التفاصيل، والتى بدورها أحالت إلى مجلس إدارة الهيئة بعض الاختصاصات ، ومن ثم فإن أي تعديل أو إضافة تقضيها المصلحة العامة تتم بقرار من الوزير المختص أو مجلس إدارة الهيئة حسب الأحوال .

**٣ – قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ [١]:**

القرار الجمهوري رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بالأحكام المنظمة لإدارة بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشئونهما المالية ، حدد اختصاصات البورصة فى العمل على سلامة تداول الأوراق المالية ، وأداء المتعاملين ، وحسن سير العمل واستقرار المعاملات فيها .

---

(١) الجريدة الرسمية – العدد ١١ فى ١٩٩٧/٣/١٣ .

**٤ – القانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بشأن ضمانات وحوافز الاستثمار :**

المشرع أصدر القانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ مُلغياً القانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ ، وذلك بهدف تقديم كافة التيسيرات والتسهيلات والإعفاءات لرؤوس الأموال العاملة فى المجالات التى حددها القانون مما يؤدى إلى تشجيع الاستثمار وزيادة اداء الاقتصاد القومي

**٥ – قانون الإيداع والقيد المركزى الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ولائحته التنفيذية [١]:**

يمثل هذا القانون أحد الأركان الرئيسية للإطار القانوني الذى ينظم سوق الأوراق المالية ، وهو من القوانين المتصلة مباشرة بقانون سوق رأس المال والمكمله له ، وقد صدر قانون الإيداع والقيد المركزى من أجل إيجاد مظلة قانونية تعمل من خلالها شركة الإيداع والقيد المركزى – شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى – وتهيئة المناخ التشريعي الذى يساعدها على القيام بمختلف أنشطتها بشكل يأتى متفقاً مع القانون ، أي أن القانون قام بوضع الإطار التشريعي للأنشطة التى تقوم بها شركة الإيداع والقيد المركزى فى الواقع ، كما أجاز إنشاء شركات بغرض تقاص عمليات الأوراق المالية ، كما أتى مستحدثاً لبعض الخدمات والأنشطة التى من شأنها تطوير سوق الأوراق المالية ، ونوجز فيما يلى الملامح الرئيسية للقانون :

- **الإيداع المركزى :** ويقصد به كل نشاط يتناول إيداع وحفظ الأوراق المالية ، وإجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية عن طريق القيد الدفتري .
- **القيد المركزى :** ويقصد به كل نشاط يتناول إمساك سجلات بملكية الأوراق المالية وحقوق الرهن المقيدة عليها .

---

(١) الجريدة الرسمية – العدد رقم ٢٠ تابع (ب) – الصادر فى ٢٠٠٠/٥/١٨ .

- **المقاصة والتسوية :** تقوم شركة الإيداع والقيد المركزى بإجراء عمليات المقاصة فى الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزى ، وذلك بهدف تحديد صافى حقوق والتزامات كل منهم ، كما تقوم الشركة بإجراء عمليات تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية ، كما تجرى الشركة عمليات المقاصة والتسوية فى الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل دفع الثمن [1].

- **المالك المسجل والمالك المستفيد :** أعطى القانون لمالك الورقة المالية جميع الحقوق التى تنتجها ملكيته لها ، ويتم إيداع وقيد الورقة باسمه ، ومع ذلك يجوز أن تودع الأوراق وتقيد باسم شخص ، ويكون لشخص آخر أو أكثر الحقوق التى تنتجها ، ويطلق على الأول "المالك المسجل" وعلى الثاني اسم "المالك المستفيد" وفى هذه الحالة يلتزم المالك المسجل بالتزامات أمناء الحفظ ، ويقصد بالأخير كل نشاط يتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها ، وإدارتها باسم ولصاح المالك أو باسم المالك المسجل لصالح المالك المستفيد ، ولا يجوز لغير البنوك والجهات الأخرى التى تحددها اللائحة التنفيذية للقانون مزاولة نشاط أمناء الحفظ .

- **بنوك الإيداع :** ويقصد بها البنوك التى تصدر شهادات إيداع يتم قيدها وتداولها فى بورصات الأوراق المالية المحلية أو الدولية فى مقابل ملكيتها ملكية مسجلة لأوراق مالية .

– وأخيراً ، وضع القانون قيد على تحريك الدعوى الجنائية بالنسبة للجرائم التى ترتكب بالمخالفة لأحكامه وهو تقديم طلب كتابي من الوزير المختص بعد أخذ رأى رئيس الهيئة العامة لسوق المال .

---

(١) وجود نظام سريع وأمن للتسوية دعامة أساسية لقيام السوق بوظائفه بكفاءة وفى سبيل تطوير النظام أوصت مجموعة الثلاثين بالإسراع بعملية التسوية بحيث تتم عملية ( Matching ) فى اليوم التالى للتداول ( T+1) ، وقد قامت شركة الإيداع والقيد المركزى بتسريع عملية التسوية فى السوق المصرى من (T+4) إلى (T+2 ) وبدقة عالية ولا يوجد به أخطاء International Society Of Securities Administrator ( Isosa).

## ٦ – قانون التجارة الصادر بالقانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ [١]:

تضمن قانون التجارة فى الفصل السادس سوق الأوراق المالية (البورصة) ، ونص فى المادة ١/٤٤ بأن سوق الأوراق المالية شخص اعتباري ، ووضع القانون السند التشريعي للتعامل فى المشتقات ، حيث قضى فى المادة ٤٦ على أن تكون العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو قصد المتعاقدون منها أن تؤول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار بشرط عقدها فى سوق الأوراق المالية وعلى صكوك مدرجة فى جداول الأسعار ، وأناط بالوزير المختص إصدار قرار بتنظيم هذه العمليات ولم يصدر هذا القرارحتى الآن ، وسوف نتناول هذة العقود بالتفصيل فى الباب الثالث .

## ٧ – القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بإصدار قانون التمويل العقاري [٢]:

يهدف قانون التمويل العقاري إلى تنشيط سوق العقارات ، بتوفير التمويل اللازم للاستثمار فى مجالات شراء أو بناء أو ترميم أو تحسين المساكن والوحدات الإدارية والمنشآت الخدمية ومباني المحال المخصصة للنشاط التجاري ، وذلك بضمان تقرير حق الامتياز على العقار ، أو رهنه رهناً رسمياً أو غير ذلك من الضمانات التى يقبلها القائم بالتمويل(شركة التمويل العقاري ) طبقاً للقواعد والإجراءات التى تحددها اللائحة التنفيذية للقانون .

---

(١) الجريدة الرسمية ، العدد ١٩ مكرر ، فى ١٧ مايو ١٩٩٩ .

(٢) القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠١ ، الجريدة الرسمية ، العدد ٣٦ ، ٦ سبتمبر ٢٠٠١ .

– اللائحة التنفيذية للقانون ، الوقائع المصرية ، العدد ٢٨٢ (تابع) ، ٩ سبتمبر ٢٠٠١ .

– تم إنشاء الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري للإشراف على هذا النشاط بقرار رئيس الجمهورية رقم ٢٧٧ لسنة ٢٠٠١ ، الجريدة الرسمية ، العدد ٣٦ بتاريخ ٦ سبتمبر ٢٠٠١ .

لقد استحدث القانون آلية جديدة فى السوق المصرى تساعد على تنمية الموارد اللازمة لمساندة نشاط التمويل العقاري ، حيث أن هذا النشاط بطبيعته يحتاج إلى مصادر تمويل طويلة الأجل لا تتوفر عادة فى البنوك سواء التجارية أو المتخصصة ، من خلال ظهور شركات أخرى من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ( شركات التوريق ) تستطيع هيكلة الموارد المالية عن طريق تكوين محافظ من الحقوق المالية ، وإصدار سندات فى مقابلها تكون مضمونة بالأصول العقارية ، يتم تداولها فى سوق الأوراق المالية وسوف نتناول هذا النشاط بالتفصيل فى الباب الأول من البحث .

## ثانياً – التطورات التى شهدها سوق الأوراق المالية خلال مرحلة الإصلاح الاقتصادي :

لقد شهدت سوق الأوراق المالية فى مصر منذ تنفيذ الحكومة برنامج الإصلاح الاقتصادي سنة ١٩٩٠/١٩٩١ تطوراً كبيراً سواء من حيث التطورات التقنية وتحديث نظم العمل فى سوق المال المصرية ، أو من حيث نشاط السوق من خلال مؤشرات القيد أو مؤشرات التداول ، وكان لعملية التخصيصية دور فى تنشيط سوق الأوراق المالية فى هذه الفترة ، وقد لعبت هيئة سوق المال دوراً أساسياً فى الجهود التى بذلت من أجل إحياء سوق الأوراق المالية فى مصر ، ونوجز فيما يلى أهم الملامح التى شهدها السوق خلال هذه المرحلة على النحو التالي :

### ١ – التطور التقني وتحديث نظم التداول فى سوق الأوراق المالية :

اتخذت الهيئة العامة لسوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية وشركة مصر للمقاصة العديد من الإجراءات بهدف تحديث وتطوير نظم العمل فى السوق فى مرحلة الإصلاح الاقتصادي كما يلى :

- **الربط بين البورصتيين** : اعتباراً من أغسطس عام ١٩٩٣ تم الربط بين كل من بورصتى الأوراق المالية بمصر (القاهرة والإسكندرية) آلياً بإدخال نظام الحاسب الآلي فى كل من البورصتين ، بحيث أمكن لمندوبي شركات السمسرة فى كل بورصة عقد العمليات مع مندوبي شركات السمسرة فى البورصة الأخرى ، كما لو كانوا موجودين معاً فى مكان واحد ، يتبادلون فيه العروض والطلبات على الأوراق المالية ، وهذا النظام حل بديلاً للنظام اليدوى وإنتهاء عصر السبورة والطباشير [١]، واعتباراً من عام ١٩٩٥ ، بدأت المرحلة الثانية من التداول الآلي ، والتى يتم من خلالها قيام مندوبي شركات السمسرة بإدخال الأوامر إلى الحاسب الآلي مباشرة دون وسيط ( موظفين مخصصين لإدخال الأوامر إلى الحاسب الآلي ومعينين بالبورصة ) وهو ما حقق الاستقلالية الكاملة لنظام التداول فى البورصة المصرية ، وفى عام ٢٠٠١ تم الربط آلياً بين بورصتى القاهرة والإسكندرية وشركات السمسرة بحيث يمكن للشركة التنفيذ من داخل مقرها ( التنفيذ عن بعد ) ، دون الحاجة إلى الإنتقال إلى مقر البورصة .

- **تحريك الحدود السعرية** : وفى ٢١ يوليو ٢٠٠٢ [٢] تم تحريك الحدود السعرية -نسبة ٥%- لمجموعة من الأورق الأكثر نشاطاً ،والتى ينطبق عليها معايير حددتها البورصة والمتمثلة فى ألا يقل عدد أيام التداول عن ٨٠% من عدد أيام السنة ، ومتوسط العمليات على الورقة لا يقل عن ٢٠

---

(١) اعتباراً من ١٩٩٦/٥/١٠ ، أصبح التداول يتم من العاشرة والنصف صباحاً وحتى الثالثة ونصف بعد الظهر ، على أن يراعى أنه من الساعة العاشرة ونصف صباحاً وحتى الحادية عشر ونصف صباحاً عبارة عن جلسة استكشافية ولا يتم فيها تنفيذ عمليات ، ثم أصبح التداول بالجلسة الرسمية من الساعة الحادية عشر والنصف صباحاً إلى الساعة الثالثة والنصف مساءاً وفى بداية عام ٢٠٠٧ تم تحديد بداية الجلسة ابتداء من الساعة العاشرة والنصف صباحاً إلى الثانية والنصف مساءاً وبدون عمل جلسة استكشافية وهى مواعيد الجلسة الرسمية المطبقة حالياً .

(٢) المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال مستبدلة بقرار وزير الاقتصاد رقم ٤٤١ لسنة ٢٠٠٢ .، الوقائع المصرية ، العدد ١٦٥ ( تابع ) فى ٢٠٠٢/٧/٢١ .

عملية فى اليوم الواحد ورأس المال السوقى لا يقل عن ١٥٠ مليون جنيه ، ونسبة التداول الحر ١٥% من إجمالى الأسهم المقيدة ، وفى بداية تطبيق النظام تم تحريك الحدود السعرية عن ١٧ ورقة مالية انطبقت عليها المعايير ووصلت إلى ٥٥ شركة فى بداية عام ٢٠٠٧ ، وفى تطور جديد قررت البورصة تحريك الحدود السعرية عن ١٠٠ ورقة مالية أكثر نشاطاً وذلك بتاريخ ٢٠٠٧/٦/١٧ – بناء على توجيهات الهيئة العامة لسوق المال – وفى نهاية٢٠٠٧ تم تحريك الحدوج السعرية عن ٥٠ ورقة مالية أخرى،ليصبح إجمالى الأوراق التى تم تحريك الحدود ١٥٠ شركة ،مع استخدام أسلوب إيقاف التداول Halt Trade لفترة زمنية محددة فى حالة تجاوز السعر ١٠% صعوداً أو هبوطاً لمدة نصف ساعة ، وفى حالة تجاوز سعر الإقفال نسبة ٢٠% خلال الجلسة يتم إيقاف التعامل على الورقة إلى آخر الجلسة وذلك حماية للمستثمرين [١].

- **سعر الإقفال** : يحتسب سعر الإقفال على أساس المتوسط المرجح بالكميات فى نهاية جلسة التداول على إلا تقل الكميات عن مائة ورقة مالية ، وهذا السعر هو سعر الفتح فى الجلسة التالية ، ونرى أنه فى ظل إلغاء الحدود السعرية على المائة شركة الأكثر نشاطاً بالبورصة فإن طريقة حساب سعر الفتح هذه – الإقفال السابق – قد لا تعكس المعلومات فى السوق والتى تؤثر على سعر السهم اعتباراً من هذه الجلسة ، ولتلافى عيوب ذلك يتم استخدام

---

(١) لقد أظهرت الممارسة العملية لوضع حدود سعرية – نسبة ٥% – خلال السنوات الماضية أن بعض الأوراق المالية التى تخضع لهذه النسبة قد تتعرض لمخاطر محاولة التأثير على أسعارها بشكل يتعارض مع الهدف الرئيسى من وضع تلك الحدود فى بادى الأمر ، كما أن توسيع دائرة الأوراق المالية المرفوع عنها الحدود السعرية من شأنه القضاء على العروض والطلبات بالحد الأقصى للأسعار والتى تفسح مجالاً للمتلاعبين بالسوق لإرسال إشارات مضللة للمستثمرين قد تؤدى إلى الإضرار بهم ، ونرى أن هذا النهج سيؤدى إلى زيادة كفاءة السوق وسيولته وعمقه والحد من تأثير عدد قليل من المتعاملين فى على أسعار الأوراق المالية .

**نظام السعر الاستشكافى لتحديد سعر الفتح Price discovery per opening Session** ليحقق المزايا الآتية :

١- الحد من التقلبات السعرية التى تحدث خلال الجلسة الرسمية سيما فى بداية جلسة التداول .

٢- إتاحة الفرصة للمنفذين والعملاء الذى يتعاملون من خلال برنامج التداول الإليكترونى ( E trading) لتسجيل وإلغاء الأوامر الخاصة بهم

٣- تحديد سعر فتح يتفق مع التغيرات والمعلومات التى يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية بعد إنتهاء جلسة التداول (٢,٣٠ ) مساءاً وبدأ جلسة اليوم التالى الساعة ( ١٠,٣٠ ) صباحاً ، وبالتالي يؤدى إلى زيادة السيولة بالسوق وعدم إيقاف التداول على الورقة فور بدء الجلسة [١].

- تقليل فترة تسوية العمليات :إعتباراً من ٦ مايو ٢٠٠٧ تسوية العمليات المنفذة على الأوراق المالية المقيدة على أساس ( T+2) وذلك حرصاً على زيادة معدل السيولة فى السوق وزيادة معدل دوران الورقة المالية [٢].

---

(١) تعتمد فلسفة السعر الاستكشافى لتحديد سعر الفتح عى اتاحة الفرصة لقوى العرض والطلب فى تحديد سعر الفتح لأي ورقة بغض النظر عن سعر إقفال اليوم السابق ، ويتحدد السعر الاستكشافى من خلال تلقى أكبر كمية عروض تراكمية مع أكبر كمية طلبات تراكمية وذلك عن طريق برنامج بالحاسب الآلى يقوم بنقابلة الأوامر المجمعة لجانبيى العرض والطلب وصولاً إلى سعر الفتح الجديد ، أي تسعير الورقة المالية قبل بداية جلسة التداول ، وكان هذا النظام مطبقاً فى البورصة المصرية وتم إلغائه بعد إدخال برنامدج التداول الالكترونى لشركة إيفا ، وذلك بسبب استغلال شركات السمسرة هذه الجلسة فى التلاعب بالأسعار حيث كان يسجلون طلبات وعروض بأسعار وهمية وفى بداية الجلسة الرسمية يتم إلغاء هذه الطلبات والعروض ، ولتلافى هذه الظاهره فإنه يمكن إغلاق الجلسة الاستكشافية فى لحظة عشوائية قبل توقيت بداية الجلسة الرسمية وتحديد سعر الفتح .

(٢) الأوراق المالية التى كانت يتم تسويتها فى ( T+2 ) حوالى ٥٤ ورقة مالية وعدد الأوراق التى كانت يتم تسويتها فى ( T+3 ) ٥١١ ورقة مالية ( www.mcsd.com ) .

- التداول عن طريق شبكة المعلمات الدولية :فى ٢٠٠٦/٥/١٤ تم استحداث نظام التداول الالكترونى من خلال شبكة المعلومات الدولية ، ومن مميزاته الحد من الأخطاء البشرية فى التنفيذ ، والقدرة على تنفيذ عمليات التداول فى أسواق مختلفة وعلى أدوات مالية متنوعه ، ولذلك تلتزم شركة السمسرة المرخص لها بإستخدام نظام التداول الإلكترونى توفير نظم حماية وتأمين المعلومات [١].

- **الإفصاح الإليكترونى** : تم إدخال نظام الافصاح الإليكترونى بالبورصة المصرية بالتعامل مع شركة مصر لنشر المعلومات ( EGID) بتشغيل نظام الافصاح الكترونى للشركات المقيدة – البداية ١٧ شركة تمثل ٥٨% من رأس المال السوقى – وذلك لضمان سهولة وتدفق المعلومات الواجب الافصاح عنها قبل الشركات المقيدة إلى إدارة البورصة ، ومن ثم الإعلان عنها إلى كافة المتعاملين [٢].

**٢ – إدخال استراتيجيات للحد من مخاطر التداول :**

- لا شك فى أن تنوع الاستراتيجيات للحد من المخاطر من شأنه توفير تنوع أكثر للمتعاملين فى السوق وإعطائهم فرصاً أكثر لإدارة مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية ، وذلك بالإضافة إلى جذب المزيد من المؤسسات العاملة فى مجال الأوراق المالية ونوجز ذلك فيما يلي :

**أ. شراء الأوراق المالية بالهامش Margin Trading/Transaction**

يقُصد بها العمليات التى تقدم فيها شركات الوساطة فى الأوراق المالية مساعدات مالية خاصة لعملائها من خلال منحهم ائتمان أو خدمات مالية مثل القروض بغرض شراء أوراق مالية [٣].

---

(١) قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٥٠ لسنة ٢٠٠٦ بتاريخ ٢٠٠٧/٥/١٤ بشأن نظام تداول الأوراق المالية من خلال شبكة المعلومات الدولية ( الأنترنت ) .

(٢) التقرير السنوى للهيئة العامة لسوق المال يوليو ٢٠٠٥ – يونيه ٢٠٠٦ ، ص ١٨ .

(3) Robert P. Rittereiser Revised by john p. Geelan 2ed edition , Margin regulations and practices, New York institute of Finance p 159.

The broker Margin Transaction: A transaction in which Renders Financial assistance to a Customer by Extending Credit or performing a special financial service such as obtaining a stock practices.

وتتيح هذه الاستراتيجية للمستثمر شراء كمية من الأوراق المالية بما يفـوق موارده الذاتية من خلال قرض يحصل عليه من شركة الوساطة بما يسهم فى زيادة القوة الشرائية للمستثمر ، وقد تم وضع الإطار التنظيمى للشراء الهامشى فى يونيـو ٢٠٠٦ ،[١] وتقوم كل من الهيئة والبورصة والمقاصة بإسـتكمال الأنظمـة الآليـة اللازمة لبدء تفعيل هذه الاستراتيجية فى البورصة المصرية .

**ب. اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع Short Selling :**

ويقُصد به الأتفاق الذى يتم بين عميل ( مقترض ) وأمين حفظ يقوم بمقتضاه – نيابةعن العميل – باقتراض أوراق مالية مملوكة لعميل آخر ( مقرض ) بغرض بيعها وإعادتها فى وقت لاحق بالشروط التى يتم الاتفاق عليها [٢] .

وهى إحدى الآليات التى يجب أن يلجأ إليها المستثمرون لتحقيق أرباح فى حالة اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض ، أو لإدارة مخاطر تذبذب أسعار الأوراق المالية ( التغطية ) فى حالة عدم تأكدها من اتجاه حركة الأسعار فى السوق، حيث يمكن لمالك الورقة المالية القيام بهذه العملية من خلال الاحتفاظ بملكية الأسهم وفى ذات الوقت بيع هذه الكمية على المكشوف ، فإذا تغير السعر فى غير صالحه قام بتسليم أسهمه دون الحاجة إلى شراءها [٣].

---

(١) المواد من ٢٨٩ وحتى ٢٩٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ، ١٩٩٢، الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مستبدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٥ ، الوقائع المصرية ، العدد ١٤٥ فى ٢٠٠٥/٦/٢٩

(٢) المرجع السابق .

(٣) أ.د / أحمد سعد عبد اللطيف ، سلسلة مراجع المدير المالي (٣) : استراتيجيات وسياسات الاستثمار ، الطبعة الثانية ، ٢٠٠٤ ص ٤٨٤ .

**ج. بيع الأوراق المالية المشتراه فى ذات الجلسة Same day Trading :**

استحدثت الهيئة آلية جديدة تهدف إلى تنشيط السوق وجذب المستثمر الدولى والمتمثلة فى بيع الأوراق المالية المشتراه فى ذات الجلسة ، ومن مزايا هذا النظام أنه غير ملزم للعميل بالبيع فى نفس اليوم بل يعطى حرية الشراء والبيع فى نفس اليوم أو عدم البيع فى نفس اليوم وإنتظار تسويتها فى اليوم ( T+2) [١] ، وأهم ميزة لهذا النظام هو الحد من مخاطر التسوية حيث تتم تسوية العملية فى نفس يوم الشراء أى على أساس ( T+0) بدلاً من تسويتها فى ( T+2) ،وقد شهدت جلسة تداول ٢٠٠٥/١٠/٢٠ بدء عملية تنفيذ نظام بيع وشراء الأسهم وتسويتها فى ذات الجلسة والذى بدأ تطبيقه على ١٧ شركة تم اختيارها طبقاً لمعايير محددة .

**د. قواعد العضوية لشركات الوساطة بالبورصة :**

تهدف قواعد العضوية إلى الحد من المخاطر المرتبطة بالتعامل فى البورصة من خلال إدارة هذه المخاطر والتحكم فيها عن طريق السماح للعضو بالتعامل فى البورصة وممارسته للأنشطة وفقاً لإمكانياته المالية والفنيه وخبرات المسئولين عن الشركة والعاملين بها ، والبرامج والنظم الآلية المستخدمة لديها لمعالجة البيانات والاكتشاف المبكر للأخطار التى قد تنشأ عن ممارسة العضو للأنشطة المختلفة ، ويدعم هذه القواعد دور البورصة كجهة ذاتية التنظيم Self- Regulatory Organization(SROs). حيث أجازت القواعد للبورصة اتخاذ عدد من الإجراءات تجاه أي من إعضائها عن يخالف القواعد [٢] .

---

(١) قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (٢٤) لسنة ٢٠٠٥ الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٨/٢٧ .

(٢) قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٢) لسنة ٢٠٠٦ الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧ ، ويقُصد بالرقابة الذاتية قيام مجموعة من الأعضاء فى السوق لديهم السلطة فى تنظيم النشاط المهيمن لأعضاء هذه الصناعة والحافز لمراقبة

**٣ – نشاط السوق من خلال مؤشرات القيد والتداول :**

يوضح الجدول رقم (١) من الملحق تطور نشاط البورصة بشكل ملحوظ خلال الفترة من ١٩٩١ وحتى ٢٠٠٦ حيث ارتفعت كمية التداول من ٣٢,٧ مليون ورقة فى عام ١٩٩١ إلى ١,٩ مليار ورقة فى نهاية عام ٢٠٠٦ ، وبالرغم من انخفاض عدد الشركات المقيدة من ١١٥١ شركة فى عام ٢٠٠٢ إلى ٥٩٥ شركة بنهاية عام ٢٠٠٦ ، وذلك بسبب إلغاء الأعفاء الضريبى للشركات المقيدة بصدور القانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ بإصدار قانون الضرائب على الدخل ، وبالرغم من ذلك ارتفع عدد الشركات المتداولة من ٢١٨ شركة فى عام ٩١ إلى ٤٠٧ شركة فى عام ٢٠٠٦ أي بنسبة ارتفاع ٩٩% ، وبالتالي أصبحت البورصة وسيلة للشركات الراغبة فى التمويل وليست مخزناً للشركات المساهمة التى تقيد بالبورصة ، ومعظم الشركات التى شطبت من البورصة شطباً اختيارياً أو جبارياً هى شركات عائلية مغلقة على أصحابها .

وكما كان الإتجاه المميز هو إرتفاع كمية التداول وعدد الشركات المتداولة حيث نجد أن رأس المال السوقى قد تضاعف ٦٧ مرة ليصل إلى ٥٩٥ مليار جنيه فى نهاية عام ٢٠٠٦ مقابل ٨,٨ مليون جنيه فى عام ١٩٩١ ، وارتفع رأس المال السوقى كنسبة إلى الناتج القومى الإجمالى من ٣٠% فى عام ٢٠٠١ إلى ٨٠% فى

---

بعضهم البعض ، لتحقيق كفاءة السوق بما يعود بالنفع عليهم من خلال وضع قواعد وآداب للمهنة Code of ethics ويشمل التنظيم الذاتى تنظيم التعاملات فى السوق من حيث إجراءات القيد والتداول ومراقبة السوق وقواعد المقاصة والتسوية ، وتعُد البورصة المصرية جهة ذاتية التنظيم بما ليها من صلاحيات بوضع قواعد القيد والتداول والرقابة على التداول ، وكذلك شركة الايداع والقيد المركزى كجهة ذاتية التنظيم بما لها من صلاحيات بشأن عمليات التسوية والتقاص .

نهاية عام ٢٠٠٦ ، وهذا يدل على كبر وإتساع حجم السوق [١].

ويشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية فى سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق ، ويكمل معدل الدوران قيمة رأس مال السوق ، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة ، فهى صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ، ونشطة لإرتفاع معدل الدوران ، فالهند مثلاً تتميز بإنخفاض رأس المال السوقى بينما يرتفع معدل الدوران بها [٢].

وقد شهدت البورصة المصرية فى عام ٢٠٠٦ تزايداً ملحوظاً فى تدفقات الاستثمارات الأجنبية خلال عام ٢٠٠٦ ، حيث استحوذ المستثمرون الأجانب على ٣٠% من إجمالى التداولات ، محققين صافى شرء يقدر بحوالى ٥,٢ مليار جنيه مقارنة بـــ ٣,٩ مليار جنيه لعام ٢٠٠٥ ، واستحوذ المستثمرون العرب على ١٤% من إجمالى التعاملات وإن كانوا قد إتجهوا للبيع نظراً لما شهدته الأسواق العربية من تراجع حاد خلال عا ٢٠٠٦ ، وهو ما دفع المستثمرين العرب لتسييل استثمارتهم ، وتمثل الإستثمارات الوافدة من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة على

---

(١) إن مؤشر حجم السوق إلى الناتج القومى مؤشر للدلالة على كبر أو صغر السوق ويطلق عليه Market Capitalization وبصفة عامة يصل هذا المؤشر فى الدول الصناعية المتقدمه لحوالى ٦٠% بينما فى الدول النامية لا يعتدى نسبة ٣٠% IFC, Merging stock markets, 1991 – نقلاً عن د / شريف محمد البارودى ، تنشيط حركة سوق الأوراق المالية فى مصر من خلال تطوير الأساليب المحاسبية بدون تاريخ وسنة نشر ص ١٥ .

(1) Asli Demirgue- kunt and Rosslevine, " Stock Market Development and Financial intermediaries stylized facts", the world bank Economic Review, vol.no.2, may 1996, p296.

نصيب الأسد من تدفقات الأستثمارات الأجنبية الوافدة للسوق المصرى حيث استحوذ على نسبة ٥٤% ٣٢% على التوالى ونسبة ١٢ لباقى دول أوربا ثم باقى دول العالم نسبة ٢% [١].

(١) المصدر : بنك أوف نيويورك Egyptian Equity investor Review نوفمبر ٢٠٠٦ .

# الباب الأول

# الباب الأول

## الأدوات المالية المتداولة بالسوق المصرية

يعالج هذا الباب قنوات تمويل عمليات التنمية الاقتصادية ، سواء بطـــرح أســـهم أو إصدارات ذات دخل ثابت فى السوق المحلى أو الخارجى ، وفى الفتـــرة الأخيـــرة عرف السوق المصرية بجانب النوعين الرئيسيين المشار إليهما أنواعاً أخرى كوثائق الاستثمار ، ووثائق المؤشرات ، وشهادات الإيداع الدولية ، لذلك نقسم هذا الباب إلى فصلين على النحو التالى :

الفصل الأول : الأسهم والأدوات المالية الحديثة المتداولة فى السوق المصرى .

الفصل الثانى :السندات وأثرهافى تنشيط سوق الأوراق المالية تنمية سوق المصرية.

# الفصل الأول

## الأسهم والأدوات المالية الحديثة المتداولة بالسوق المصرى

ينطوى هذا الفصل على خمس مباحث نتناول فى المبحث الأول الأسهم من حيث ماهيتها وخصائصها وأنواعها ، وفى المبحث الثانى نبين ماهية حصص التأسيس وخصائصها وتكييفها القانونى وتداولها ، وفى المبحث الثالث نعرض لوثائق الاستثمار ونبين مفهومها وطبيعتها القانونية ومبررات إصدارها وتداولها ، ونتناول فى المبحث الرابع صكوك الاستثمار الصادرة طبقاً لقانون توظيف الأموال ، وأخيراً نعالج فى المبحث الخامس شهادات الإيداع ووثائق المؤشرات والتى أدخلت فى السوق المصرى فى الألفية الجديدة وذلك على النحو التالي :

## المبحث الأول

## الأسهم Stocks

ينطوى هذا المبحث على دراسة مفهوم الأسهم وخصائصها وأنواع الأسهم ، وذلك على النحو التالى.

### المطلب الأول : مفهوم الأسهم وخصائصها

**أولاً – تعريف الأسهم : Stocks Shares**

تعرف الأسهم فى الفقه المصرى بأنها عبارة عن أنصبة المساهمين فى رأس مال شركات الأموال ، وتقابل حصة الشريك فى شركات الأشخاص [1].

وللأسهم دلالتان أحدهما مادية ويقصد بها الصك المكتوب المثبت لحق

---

(١) انظر : الأستاذة الدكتورة / سميحة القليوبى ، الشركات التجارية ، جـ٢ ، ١٩٩٣ ، دار النهضة العربية ص ٢٤٢ ، الأستاذ الدكتور / هانى سرى الدين ، الشركات التجارية الخاصة فى القانون المصرى ، ط١ ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠١ ، ص ٢٠٤ .

المساهم ، والثانية معنوية وهى أنصبة المساهمين فى رأس مال الشركة ، مع ملاحظة أن لفظ الصكوك تستخدم للتعبير عن الأوراق المالية بصفة عامة سواء أكانت أسهماً أو سندات ...الخ [١].

وتعرف الأسهم فى الفقة الأنجلوأمريكى بأنها المشاركة بقدر محدود فى رأس مال الشركة ، وقد عرفته الأستاذة الدكتورة / جانيت بأنها حق ملكية بقدر محدود فى الشركة وها هو نص تعريفها :

A share is a specific type of security sometimes known as equity to refect ownership of the company[٢] .

وتعرف الأسهم فى الفقه الفرنسى بأنها القيم المنقولة ذات الدخول المتنوعة والتى تعطى لأصحابها المشاركة فى رأس المال وفى اختيار مجلس الإدارة واقتسام موجودات الشركة [٣].

يتضح من التعريفات السابقة أنها متقاربة فى المعاني، وإن اختلفت فى المبانى ،حيث تنتهي جميعها إلى أن السهم هو النصيب أو حصة المساهم لجزء من رأس المال فى ملكية إحدى شركات الأموال على الشيوع تخول صاحبها عدة حقوق أهمها الحصول على عائد مستقبلي وإقتسام موجودات الشركة عند التصفية .

ولنا تعقيب فى تعريف الأسهم وهى أن نظم المعاملات فى أسواق الأوراق المالية تطورت عما كانت علية، حيث أن التشريعات الحديثة تلزم الشركات المساهمة – سيما المقيدة أوراقها المالية بجداول البورصة – إلى إلغاء الصكوك المادية والاكتفاء بإيداع صك واحد يطلق عليه Share Jombo به أسماء جميع

---

(١) وتجدر الإشارة إلى أن الأسهم تطلق فى اللغة على عدة معان ، منها الحظ ، النصيب ، الشيء من الأشياء ، والمشاركة والمقارعة يقال أسهم فى الشيء أي اشترك فيه ، ومنها "شركات المساهمة" وأسهم أي أقرع ، وفى القرآن الكريم (فساهم فكان من المُدحضين) سورة الصافات الآية ١٤١ ، ويجمع أسهم وسهام وسُهمان وسهمه . انظر : لسان العرب ، ٢١٣٥/٣ ، المعجم الوسيط ، ٤٧٦/١ ، المعجم الوجيز ص ٣٢٦ .

(2) Janette Rutterford، Stock Exchange، 2nd Macmillon، Press. L.T.D.، 1993، p. 4.

(٣) راجع د. نصر على طاحون ، شركات إدارة محافظ الأوراق المالية ، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ ، ص ١٨٩ .

المساهمين بالشركة المصدرة لدى شركة الإيداع والقيد المركزى ، ويتم نقل ملكية هذه الأسهم بشطب كمية الأسهم المباعة من أمام إسم البائع وإضافتها أمام اسم المشترى اليكترونياً بالشركة الأخيرة دون الحاجة إلى إصدار صكوك جديدة ، ويؤدى هذا النظام إلى فوائد عديدة منها الاقتصاد فى النفقات لعدم حاجة الشركة المصدرة إلى طباعة صكوك وحماية الصكوك من الضياع أو السرقة أو التلف أو التزييف ، هذا فضلاً عن سهولة وسرعة عملية التداول وزيادة معدل دوران الأسهم من خلال ما يعرف بالقيد الدفتري للأسهم [1].

**ثانياً – خصائص الأسهم : Stocks Specification**

للسهم طبيعة تميزه عن الحصة فى شركات الأشخاص ، وتتمثل هذه الخصائص فى الآتي :

**١ – تساوى قيمة الأسهم :**

معنى ذلك أن تكون جميع الأسهم فى الشركة المساهمة بقيمة متساوية ، فلا يكون لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر فى الإصدار الواحد حيث نصت المادة رقم (١) من قانون سوق رأس المال : ( يقسم رأس مال شركة المساهمة ... إلى أسهم متساوية القيمة ، ..... ويجوز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس المال بقيمة مغايرة لقيمة الأسهم من الإصدارات السابقة) ،وبهذا يتضح أنه يجوز للشركة أن تصدر أسهماً عند زيادة رأس مالها تختلف قيمتها من إصدار إلى

---

(١) أخذ المشرع المصرى بهذا التوجه حيث صدر القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ بإصدار قانون الإيداع والقيد المركزى للأوراق المالية ونشر بالجريدة الرسمية بالعدد رقم ٢٠ تابع (ب) الصادر بتاريخ ٢٠٠٠/٥/١٨ حيث بموجب هذا القانون أصبحت شركة الإيداع والقيد المركزى وهى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى (سابقاً) مختصة بحفظ الأوراق المالية لديها ، ويتم نقل ملكية هذه الأوراق بالقيد الدفتري . وأيضاً إمساك السجلات بأسماء ملاك الأوراق المالية وما يرد عليها من حقوق وتصرفات وتوزيع المستحقات الناتجة عنها بما فى ذلك الأصل والعائد وتوزيعات الأرباح ونشر التقارير للجهات التي أصدرت تلك الأوراق ، راجع المواد أرقام ٢ ، ٣ ، ٤ ، ١١ من القانون المشار إليه ، وفى الولايات المتحدة الأمريكية لا يسمح بتداول الأراق المالية المادية physically فى البورصات منذ عام ١٩٧٩ ( investopedia - Dictionary ) .

آخر ، وكذلك يمكن أن تمنح أربابها مزايا خاصة ، كنصيب أكبر فى الأرباح ، ولكن لابد من المساواة بين الأسهم التى تنتمي إلى إصدار واحد .

ولعل الحكمة المبتغاة من ذلك هى تسهيل التصويت فى الجمعيات العمومية وتيسير توزيع الأرباح على المساهمين ، وتنظيم سعر السهم فى سوق الأوراق المالية وتوزيع موجودات الشركة بعد حلها وتصفيتها .

هذا وتتعدد معايير تقييم الأسهم وفقًا للغرض من استخدامها ، وفيما يلى أهم هذه المعايير السائدة فى سوق الأوراق المالية :

**أ – القيمة الاسمية : Nominal /Face / Par Value**

تعد القيمة الاسمية أوضح القيم للأسهم العادية ، وهى القيمة التى يدفعها المساهمون حصة لاشتراكهم وذلك فى عقد تأسيس الشركة ، وتستخدم فى التعبير عن قيمة الأسهم العادية فى دفاتر الشركة ، ولا علاقة لها بالقيمة السوقية التى يعتمد على قوى العرض والطلب فى السوق ، وبالتالى يمكن أن تكون الورقة المالية إما بسعر مساو تماماً لسعرها الاسمى أو أعلى أو أقل منه (١).

ويضع المشرع المصرى قيداً على القيمة الاسمية بوضع حداً أدنى وأقصى لقيمة السهم ، بحيث لا تقل عن جنيه واحد للسهم ولا تزيد عن ألف جنيه أو ما يعادلها بالعملات الحرة بدلاً من خمسة جنيهات للسهم الواحد (٢).

وتلجأ بعض الشركات إلى عملية الرسملة Capitalization لا لزيادة رؤوس أموالها بل لزيادة عدد أسهمها عندما تكون أسعارها فى سوق الأوراق المالية مرتفعة فترى الشركات المعنية بأن أسهمها أصبحت أقل جذباً للمستثمرين ( ضعيفة السيولة) فتقوم بتخفيض القيمة الاسمية لأسهمها من خلال ما يعرف

---

(١) مؤسسة كادوجان للاستشارات المالية ، مارس ٢٠٠٨ ، غير منشور ، ص ٤ .

(٢) القانون رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٥ بتعديل الفقرة الثانية من المادة ٣١ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١

بـ Share split وذلك مع الإبقاء على رأس مال الشركة دون تغيير [1].

ويقابل ذلك دمج الأسهم Share consolidation حيث ترفع القيمة الاسمية لكل سهم مع بقاء رأس المال دون تغيير .

**ب – قيمة الإصدار : Issued Value**

وهى القيمة التى يصدر بها السهم عند الاكتتاب ، وقد تتساوى مع القيمة الاسمية Par Value وقد تختلف عنها عندما يتم الاكتتاب فى الأسهم مع علاوة إصدار ،ولا تجيز بعض التشريعات إصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية ، فإن صدر بأكثر يسمى علاوة إصدار [2].

**جـ – القيمة السوقية : Market Value**

هى القيمة التى يتداول على أساسها السهم فى سوق الأوراق المالية ، وتتحدد نتيجة لالتقاء قوى العرض والطلب على هذا السهم ، وتعكس مستويات العرض والطلب اختلاف توقعات البائعين والمشترين بشأن أداء الشركة فى المستقبل .

---

(١) فى خلال شهر إبريل ٢٠٠٦ قامت شركة النصر للمنسوجات "كابو" ش.م.م. ، مقيدة بجداول البورصة ، بتخفيض القيمة الاسمية لأسهمها من ٢٩ ج / سهم إلى ١ ج / سهم ، وهو ما يعرف فى مجال البورصات بتجزئة القيمة الاسمية Share split نظراً لارتفاع قيمة السهم السوقية حيث كانت فى حدود ٥٢ جم / سهم فى التاريخ المشار إليه ، وبعد التجزئة أصبحت القيمة الاسمية ١ جم / سهم والسوقية ١,٧٩ جم/سهم ٥٢ جم /سهم ، ٢٩ جم/سهم ، وهو الأمر الذى ترتب عليه اجتذاب المستثمرين للتعامل على هذه الورقة لانخفاض قيمتها السوقية وأصبح متوسط حجم التعامل عليها بعد التجزئة فى حدود ثلاثة ملايين جنيهاً يوميًا بعد أن كان لا يتجاوز العشرة آلاف جنيه قبل التجزئة ثم قامت العديد من الشركات فى السوق المصرىبتجزئة أسهمها .

(٢) فى مصر لا يجوز إصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية ، كما لا يجوز إصدار الأسهم بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية إلا فى الأحوال التى تحددها اللائحة التنفيذية ، وتضاف الزيادة الناتجة عن الفرق بين القيمة الاسمية وقيمة الإصدار إلى الاحتياطي القانوني للشركة (انظر : المادة رقم (٣١) من القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١) .

فالبائع لديه توقعات بانخفاض سعر السهم فى المستقبل ، لذلك فهو يقوم ببيعه الآن ، أما المشترى فلديه توقعات بارتفاع السعر فى المستقبل لذلك فهو يقوم بشرائه الآن ، ولو اتفقت توقعات البائعين والمشترين لما كان هناك بيع أو شراء لهذا السهم .

ويجب أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية فى أصول الشركة ، لكن الواقع يشهد أن هذه القيمة تتأثر بقوى العرض والطلب والمضاربات على الصعود والهبوط ، وكذلك الظروف السياسية والاقتصادية وغالباً ما تتسم بالاهتزاز [١].

**د – القيمة الذاتية : Intrinsic Value**

هى القيمة التى يتوقع المستثمر تحقيقها نتيجة احتفاظه بالسهم ، وتتمثل فى توزيعات الأرباح Dividends التى يمكن أن يحصل عليها من الشركة المصدرة بالإضافة للمبلغ الذى يتوقع أن يحصل عليه عند قيامه ببيع هذا السهم أى صافى المبلغ الذى يحصل عليه فى نهاية مدة الاستثمار [٢].

**هـ – القيمة الدفترية : Book Value / account [٣]:**

تتمثل فى قيمة حقوق الملكية ( رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة ) ،ويمكن احتساب قيمة السهم عند التصفية باستخدام المعادلة الآتية :

---

(١) د/ عاطف وليم أندوارس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصادى ، مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٥ ، ص ١٧ .

(٢) وتوزيعات الأرباح Dividends قد تأخذ صورة نقدية Cash Dividends وفى هذه الحالة تكون الأرباح عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية ، وقد تأخذ صورة عينية وهى منح أسهم مجانية Stock Dividends . (David M.Weiss، processing : after the Trade is Made، New York institute of Finance، Securities Transactions، p 158.).

(3) William F.sharpe،" investments"، prentice-Hall international editions، p359.

قيمة السهم عند التصفية =

المتحصل من بيع الأصول – المدفوعات لسداد الالتزامات المختلفة/عدد الأسهم

**٢ – عدم قابلية السهم للتجزئة :**

يعد السهم وحدة واحدة مستقلة ، ويمثل حقاً واحداً غير قابل للتعدد أمام الشركة ، فإذا اشترك أكثر من شخص فى ملكية سهم واحد عن طريق الميراث أو الهبة أو الوصية وما إلى ذلك ، فإن هذا التعدد فى الملكية لا يسرى فى مواجهة الشركة لأن الحقوق التى يخولها السهم لا تتجزأ بل تبقى مشاعاً بينهم ، ومن ثم فلا يكون أمامهم سوى بيع هذا السهم واقتسام الناتج بينهم أو ينيبوا شخصاً واحداً يتولى مباشرة الحقوق المتولدة عن السهم أمام الشركة [١].

**٣ – قابلية السهم للتداول :**

أجمع رجال القانون والاقتصاد على أن قابلية السهم للتداول هى أهم المميزات التى تتمتع بها الأوراق المالية بوجه عام والأسهم بصفة خاصة ، وتعنى إمكانية انتقال الملكية من شخص لآخر بالطرق التجارية[٢] ، وإمكانية تداولها فى سوق الأوراق المالية وفقاً لقوى العرض والطلب .

ويرى بعضهم أن سهولة تداول الأسهم هى السبب الرئيسي فى نجاح الشركات المساهمة ، على الرغم من ضخامة رؤوس أموالها ، بل يعد معيار التداول هو الجوهر الرئيسي للتمييز بين نصيب المساهم فى شركات المساهمة وحصة الشريك فى شركات الأشخاص [٣].

---

(١) أشارت إلى ذلك صراحةً المادة ٣١ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(٢) كالمناولة من يد إلى يد إذا كان السهم لحامله ، أو بالتظهير إذا كان إذنياً ، أو بطرق أخرى كالوصية والإرث والهبة وما إلى ذلك ، راجع أ.د/ أبوزيد رضوان ، وأ.د/ رضا السيد عبدالحميد ، القانون التجارى ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ ، ص ٣٥٦ .

(٣) انظر : د. على سيد قاسم ، قانون الأعمال ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٧ ، ص ٣٧١ .

**٤ – تحديد مسئولية المساهم بقدر أسهمه :**

يرتب السهم على صاحبه مسئولية محدودة ، حيث لا يتعدى التزاماته تجاه الشركة أو الآخرين بموجب السهم إلى ذمته المالية ، بل تقتصر على قيمة السهم تطبيقاً لمبدأ استقلال الذمة المالية والمسئولية المحدودة [١].

والحكمة من تميز الأسهم بالخصائص المشار إليها هى سهولة تداولها ولهدف تشجيع عملية الادخار من أجل الاستثمار أي هى دعوة عامة للادخار [٢].

## المطلب الثاني : أنـــواع الأسهـــم

تتعدد أنواع الأسهم وتتباين حسب أسس تقسيمها ، نجملها فيما يلي :

**أولاً – من حيث الحقوق والمزايا :**

**١ – الأسهم العادية Common Stocks :**

تعد الأكثر شيوعاً فى أسواق الأوراق المالية ، وتمثل حصة أو جزء فى رأس المال ، وتضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها سواء فى الأرباح أو التصويت فى الجمعيات العمومية أو الحصول على حصة فى صافى الأصول عند التصفية بعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى .

---

(١) أكدت ذلك المادة (٢) من قانون الشركات المصرى رقم ١٥٩ لسنة ٨١ . ولكن هناك حالات يسأل فيها المساهم خارج حدود حصته لا بصفته شريكاً بل لارتكابه خطأ يوجب مسئوليته قبل الشركة أو الغير ، كتلاعبه فى أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية .

(٢) انظر : الأستاذ الدكتور / أحمد محرز ، القانون التجاري ، مطبعة حسان ، ١٩٨٦-١٩٨٧ ، ص ٦٣٨.

- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية :

أ - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

وهى أسهم تصدرها الشركات ، وترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التى يحققها قسم إنتاجي معين ، وعلى سبيل المثال أصدرت شركة جنرال موتورز أسهم أطلق عليها الفئة E ، وربطت التوزيعات التى تحصل عليها هذه الاسهم بالأرباح التى يحققها قسم نظم المعلومات الالكترونية بالشركة (١).

ب - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة :

تسمح تشريعات بعض الدول ومنها الولايات المتحدة الأمريكية للشركات أن تقوم بإصدار أسهم تخصص للعاملين بها أو ببيع حصة من أسهمها للعاملين بها ، وتخصم توزيعات الأرباح لهذه الأسهم من الإيرادات قبل الفائدة والضريبة (٢).

ويمكن استخدام هذه الفكرة لتشجيع الشركات للقيام بأنظمة إثابة أو تحفيز للعاملين بها .

جـ - الأسهم العادية المضمونة :

هى الأسهم التى تعطى لحاملها الحق فى مطالبة الشركة المصدرة بسعر الطرح إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن هذا السعر خلال فترة زمنية محدودة عقب إصدار الأسهم (٣).

---

(1) D. Heath and J.K. Zaima، contemporary investments، securities and portfolio and analysis، Drgden، New York. 34-35.

(٢) الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري ، الاستثمارات فى الأوراق المالية التقليدية ، سبتمبر ٢٠٠٢ .

(٣) يقوم بهذا الدور شركات ترويج وتغطية الاكتتاب فى مصرunderwriting أو بنوك الاستثمار Investment Banks فى الدول المتقدمة نيابة عن الشركات المصدرة .

### د – الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة :

عندما يقيم سهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفوقة على عوائد الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة ، ويطلق على هذه الأسهم الرابحة Blue-chip stocks والذي استمدته Wall-Street Journal من أوراق البوكر فى ١٩٠٤ لوصف الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة والأكثر ربحية ثم صار يذكر لتميز أي سهم يتسم بالنمو التراكمي وبمعدلات متزايدة [١].

إن تكوين محفظة استثمارات من أسهم هذه الشركات يقلل المخاطر إلى حد كبير ، خاصة إذا تم الاحتفاظ بها لفترات طويلة ، لذلك فإن أسواق الأوراق المالية تعتمد فى مؤشراتها على عدد محدود من هذه الشركات ، وهذا يجعل اتجاهات أسعار هذه المؤشرات مرتبطة فى الواقع بتغيرات أسعار أسهم هذه الشركات المعنية .

### ٢ – الأسهم الممتازة : Preferred Stocks

هى الأسهم التى تتمتع ببعض المزايا التى لا تتمتع بها الأسهم العادية ، وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية فى أنها تمثل شكلاً للملكية فى الشركة ، ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلاً من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات ، وفى المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات فى خصائص معينة ، وتتنوع الأسهم الممتازة وذلك على النحو التالى [٢]:

---

(1) David M.Weiss، after the Trade is made: processing Securities Transactions، New York institute of Finance، p 158.

(2) Victor l. Harper، handbook of investment product and services، New York institute of Finance، p 80-81.

**أ – أسهم ممتازة من ناحية الربح :**

هى أكثر أنواعها شيوعاً ، حيث يكون لحملة هذه الأسهم أسبقية على حملة الأسهم العادية فى الحصول على نسبة من أرباح الشركة ، وذلك قبل حملة الأسهم العادية ، غير أن ذلك مرتبط بالأرباح القابلة للتوزيع ، أي أن أرباح الأسهم الممتازة ليست مضمونة .

وقد تكون الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح Cumulative preferred بمعنى أنه إذا لم تكف أرباح الشركة لدفع النسب المتفق عليها فى أحد السنوات ، يكون لأصحابها الحق فى الحصول على الجزء المتبقي من الأرباح فى السنوات التالية عندما تتوافر الأرباح .

**ب – الأسهم الممتازة من حيث الأولوية فى الحصول على ناتج التصفية قبل إجراء القسمة بين سائر المساهمين** ، مع مراعاة أولوية حقوق الدائنين ، وهكذا هى أقل ضماناً من السندات وأكثر ضماناً من الأسهم العادية .

**جـ – الأسهم الممتازة من ناحية التحويل Convertible preferred stocks :**

حق تحويل Convertibility الأسهم الممتازة إلى عدد من الأسهم العادية فى أى وقت ، وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح عالية نسبياً مقارنة بعوائد الأسهم الممتازة ، ويحدد معامل التحويل عند إصدار الأسهم .

**د – الأسهم الممتازة المضمونة:**

قد تضمن بعض الشركات نسبة معينة من الأرباح للأسهم التى تصدرها ، فمثلاً حُددت هذه النسبة فى الهند رسمياً بـــ (١٤%) ، ويطلق على الأسهم الممتازة التى تتضمن هذا الشرط اسم الأسهم المضمونة Guaranteed Stock .

**هـ- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء Callable preferred :**

وهى اسهم تقوم الشركة بإصدارها ، وتحتفظ بحقها فى سداد قيمتها بعد فترة زمنية معينة ، وعادة ما يكون لحملة هذه الأسهم نسبة محددة من الأرباح وتكون الأرباح عالية نسبياً ، وبمجرد أن يتحسن المركز المالي للشركة تقوم بسداد هذه الأسهم للتخلص من نسبة الأرباح العالية التى تدفعها لأصحاب هذه الأسهم ، وغالباً ما يكون سعر الاستدعاء بالقيمة الاسمية ولكن سعر السهم يكون أكبر من هذه القيمة ولذلك ترتضى الشركات بدفع علاوة صغيرة على القيمة الاسمية لحملة الأسهم .

**و- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة [1]:**

ظهرت بعض الاتجاهات الحديثة بشأن إصدار الأسهم الممتازة وهى :

**أ - الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة :**

الأصل فى الأسهم الممتازة أنها أوراق مالية ذات عائد ثابت ، إلا أنه يمكن إصدر أسهم ممتازة ذات توزيعات تعطى لحاملها الحق فى الحصول على عائد كل ٣ شهور، حيث يتغير هذا العائد وفقاً للتغيرات التى تطرأ على معدل الفائدة على السندات الحكومية، وعادة لا تقل عن نسبة ٧,٥% .

**ب - الأسهم الممتازة التى لها حق التصويت :**

يعطى هذا النوع الحق فى التصويت فى مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية للشركة -( وهو حق لاتتمتع بهالأسهم الممتازة ) - وذلك كنوع من التعويض إذا انخفضت القيمة السوقية المضمونة التى يملكونها عن حد معين .

---

(١) لمزيد من التفاصيل أنظر الأستاذ الدكتور / منير هندي ، الأوراق المالية ، ص ٢٦-٢٧ . الأستاذ الدكتور / هوشيار معروف ص ١٠١-١٠٢ ، الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحرى ، الاستثمار فى الأوراق التقليدية ، ص ١٣-١٤ ، د/ يعقوب يوسف صرخوه ، الأسهم وتداولها فى القانون الكويتى ، ص ١٠ وما بعدها .

**ثانياً – من حيث طبيعة حصة الشريك :**

**١ – الأسهم النقدية : Cash Chares**

هى الأسهم التى تدفع قيمتها نقداً Cash أي أنها تعطى للمساهمين فى مقابل مبلغ معين من النقود تحصل عليه الشركة ، والهدف من ذلك توفير السيولة الكافية للشركة حتى يمكن لها أن تنهض بمشروعاتها ، وطبقاً لما تقضى به المادة رقم ٢٦٧ من قانون الشركات الفرنسى الصادر فى ٢٤ يوليو ١٩٦٦ فإن إصدار الأسهم النقدية يمكن أن يتم فى أي لحظة أثناء حياة الشركة ، ويجب على المساهم دفع ربع القيمة الاسمية عند الاكتتاب فى حين يشترط القانون الكويتي دفع خمس قيمة الأسهم عند الاكتتاب (١).

أما فى مصر فقد أوجب المشرع دفع ١٠% من القيمة الاسمية للسهم عند الاكتتاب على أن تزداد إلى ٢٥% خلال مدة ثلاثة أشهر من تاريخ تأسيس الشركة ، ثم يتم سداد الباقي خلال خمس سنوات من تاريخ التأسيس (٢).

**٢ – الأسهم العينية : Veders Shares**

هى الأسهم التى تمثل حصص عينية فى رأس مال الشركة ، بحيث لا يدفع المساهم مبلغاً نقدياً بل شيئاً عينياً مقدراً بالمال ، سواء أكان هذا الشيء أصولاً مادية (عقار ، آلة ، ...) أو معنوية (براءة اختراع ، اسم تجارى ، علامة تجارية) ، ويجب أن يتم الوفاء بكامل قيمتها عند الاكتتاب فيها وبعد تقييمها من الجهة الإدارية المختصة ، حتى يحصل مقدم الحصة على أسهم تناسب قيمتها الاسمية مع القيمة الحقيقية للحصة المقدمة (٣).

---

(١) لمزيد من التفصيل انظر : الدكتور / يعقوب صرفوة ، الأسهم وتداولها فى الشركات المساهمة ، ص ١٤١ وما بعدها ، الدكتور / ثروت حبيب ، القانون التجارى ، ص ٤٨٩ .

(٢) المادة (٣٢) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المعدل بالقانون رقم ٣ لسنة ٩٨ .

(٣) المادة (٢٥) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

**ثالثاً – من حيث الاستهلاك واسترداد القيمة :**

**١ – أسهم رأس المال : Capital Market**

هى الأسهم التى لم يستهلك قيمتها أثناء حياة الشركة ، ويقصد بالاستهلاك قيام الشركة بدفع قيمة السهم الاسمية أثناء حياة الشركة دون انتظار تصفيتها أو انتهاء غرضها أو أجلها [١].

الأصل أنه لا يجوز رد قيمة السهم إلا عند انقضاء الشركة وبعد الوفاء بديونها ، باعتبار أن ذلك حق للشريك طالما أن الشركة قائمة ، فضلاً عن أن السهم يمثل جزءاً من رأس المال الذى يتعذر تصفيته لحساب أحد الشركاء ، كما يمكن أن تحيق بالشركة أضرار بالغة إلا أن هناك بديلاً عن عدم تصفية الشركة واستمرار النشاط ، ويتمثل فى إحلال مساهم محل آخر من خلال بيع الأسهم بسوق الأوراق المالية فى الوقت الذى يريد أن يصفى حصته فيها دون الرجوع إلى الشركاء الآخرين .

**٢ – أسهم التمتع : Redeemable Shares [٢]:**

هى الأسهم التى يتسلمها المساهم عند استهلاك أسهمه ، حيث ترد قيمتها أثناء حياة الشركة دون انتظار تصفيتها أو انتهاء أجلها ، بشرط أن يجيز ذلك النظام

---

(١) يحدد النظام الأساسي للشركة مقدار رأس المال الذى يمكنها إصداره ، ويسمى برأس المال المرخص به Authorized Capital ، وفى بعض الأحوال لا تقوم الشركة بإصدار رأس المال المرخص به بالكامل مرة واحدة ويسمى الجزء الذى تصدره الشركة فعلاً برأس المال المصدر Issued Capital ، وإذا صدر مسدد بالكامل يسمى برأس المال المدفوع بالكامل ، إذا لم يسدد بالكامل يسمى برأس المال غير المسدد بالكامل ، وأخذ المشرع المصرى بمسميات رأس المال المشار إليها بالمادة ٣٢ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(٢) حالات قيام الشركة بإصدار أسهم تمتع عند معظم رجال القانون تتمثل فى الآتي :

أ – إذا كانت موجودات الشركة مما يستهلك بعد مدة من الزمن مثل الاستثمار فى سفن بحرية .

ب – شركات الامتياز وتمنح هذه الشركات أصحاب الأسهم المستهلكة أسهم تمتع .

جـ– إذا كان نشاط الشركة يتعلق باستغلال مورد من الثروات الطبيعية والتى تنتهي بعد فترة من الزمن كاستخراج المعادن ونحوها ، انظر الأستاذ الدكتور / أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، ص ١١٩– ١٢٠ . الأستاذة الدكتورة / سميحة القليوبى ، الشركات التجارية ، ص ٢٥٤ وما بعدها . الدكتور / على شلبى ، بورصة الأوراق المالية ، ص ٣٥ .

الاساسى للشركة ، أوأن تقرره الجمعية العامة غير العادية بما لها فيه حق فى تعديل نظام الشركة .

ويتم استهلاك الأسهم إما من خلال رد القيمة الاسمية كاملة للأسهم التى تم اختيارها بطريق القرعة حتى نهاية مدة الشركة أو من خلال رد جزء من القيمة الاسمية لجميع الأسهم سنوياً ، بحيث يتم الاستهلاك الكلى على المدى الزمني الذى يحدده نظام الشركة ، وهذا الأسلوب هو الأقرب للعدالة .

وتعطى هذه الأسهم حقوقاً لأصحابها فى حضور الجمعيات العمومية والتصويت فيها والحصول على نصيب من الأرباح إلا أنه ليس لها الحق فى موجودات الشركة عند حلها إلا بعد أن توفى لأصحاب رأس المال قيمة أسهمهم .

**رابعاً – من حيث شكل الأسهم :**

**١ – الأسهم الاسمية : Nominal Shares**

وهو السهم الذى يسجل فيه اسم صاحبه على وجه الصك ، إلا أنه بعد صدور قانون الإيداع والقيد المركزى أصبحت الأسهم تحل محل بعضها ، ويتم نقل الملكية من خلال القيد الدفتري ، ويحصل المساهم على شهادة صادرة من الشركة المعنية – الإيداع والقيد المركزى – تثبتحقوق على اصول الشركة .

**٢ – الأسهم لحاملها : Bearer Shares :**

هو صك لا يحمل اسم المساهم ، وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله ويحمل رقم مسلسل وتوضع عليه قيمته الاسمية وتلحق به كوبونات .

وقد أجاز المشرع المصرى إصدار أسهم لحاملها بما لا يجاوز ٢٥% من إجمالى رأس المال ، وأوجب أن يتم الوفاء بقيمتها بالكامل عند الاكتتاب ، ويتمتع بكامل الحقوق عدا الحق فى التصويت فى الجمعيات العمومية [١] .

---

(١) المادة رقم (١) من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وينبغي التنويه بأن المشرع المصرى كان يتطلب ضرورة أنتكون الاسهم إسمية، إلى أن صدر قانون سوق رأس المال والذى كان من ضمن إيجابياته السماح بإصدار أسهم لحاملها ، للعمل على تنشيط سوق الإصدار والتداول من خلال تيسير عملية البيع والشراء ، حيث لا تتطلب سوى التسليم والتسلم من يد إلى أخرى دون حاجة إلى أي إجراءات أو مقابل خدمات - عمولات سمسرة ومقابل خدمات البورصة - والتداول يتم إرادياً بمجرد التراضي بين الأطراف أي تنتقل بانتقال الحيازة [١].

**٣ - الأسهم الإذنية : Promissory Shares**

هو السهم الذى يصدر لإذن شخص معين فعبارة لأمر أو لإذن ترد مقرونة باسم صاحب السهم ، ويتداول بالتظهير ، وهو بذلك يشبه الأوراق التجارية ، ويشترط أن تكون قيمته مسددة بالكامل [٢].

وقد أجازت بعض التشريعات إصدار هذه الأسهم ، إلا أن المشرع المصرى لم يذكر السهم الإذنى ، وهو الأمر الذى أدى إلى اختلاف رجال القانون فى جواز إصدارها ، ومهما كان الأمر فإن الشركات نادراً ما تلجأ إلى إصدار هذا النوع .

**خامساً - من حيث شراء الشركة لأسهمها :**

**- أسهم الخزينة والأسهم القائمة : Treasury & Outstanding Shares**

أجاز المشرع المصرى للشركات المساهمة شراء جانب من أسهمها ، وفى هذه الحالة يطلق على هذه الأسهم أسهم الخزينة Treasury Shares ، والأسهم الأخرى يطلق عليها الأسهم المتداولة أو القائمة Outstanding Shares [٣].

---

(١) المادة رقم (١٠٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) راجع الأستاذة الدكتورة / سميحة القليوبى ، د/ خلف سليمان النمرى ، شركات الاستثمار فى الاقتصاد الإسلامى ، مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٠ ، ص ٢٨٢ .

(٣) المادة رقم (٤٨) من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

## المبحث الثانى
## حصـص التأسيـس

حصص التأسيس هى إحدى الأدوات المالية المتداولة فى بورصة الأوراق ، ولقد أثارت هذه الأداة الجدل بين الفقهاء حول إصدارها وتداولها وتحديد طبيعتهـا، فحصص التأسيس هى الصكوك التي تمنح لحامليها فمن قاموا بتقديم خدمات للشركة عند تأسيسها، وتخولهم الحق في الحصول على نصيب مـن الـربح يحـدده نظـام الشركة.

ولم يكن لحصص التأسيس في مصر أي وجود حتـى عـام ١٨٥٨ تـاريخ تأسيس شركة قناة السويس، حيث استخدمت هذه الصكوك كوسيلة لمكافأة مؤسـسي الشركة والحكومتين المصرية والفرنسية على ما بذلوه من جهد ومـا قـدموه مـن خدمات ومساعدات في سبيل تأسيس الشركة. أو بمعنى آخر كوسيلة لـشراء ذمـم رجال السياسة للوقوف مع المشروع ضد معارضيه، فنص في نظام الشركة علـى منح حصص التأسيس لكل من الحكومتين المصرية والفرنسية، وكان عدد حـصص التأسيس ألف حصة، تم تجزئة كل منها إلي مائة جزء ، وذلك بسبب ارتفاع أسعارها ببورصات الأوراق المالية نظرا لما تدره من ربح مرتفع(١).

**أولا : تعريف حصص التأسيس وخصائصها:**

هي صكوك قابلة للتداول، ليس لها قيمة اسمية ، تخول حامليها الحـق فـي الحصول على نسبة من الأرباح وتمنح لأشخاص قدموا خدمات ومساعدات للـشركة ساعدت في تأسيسها، تتميز حصص التأسيس بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية كالأسهم والسندات كالتالي:

١- لا تدخل حصص التأسيس في تكوين رأسمال الشركة ذلك لعدم وجـود مـا يقابلها من رأس مال مقدم الشركة، إذ تعطى لأصحابها مقابل ما قدموه مـن

---

(١) للمزيد د . محسن شفيق ، الوسيط فى القانونالتجارى المصرى،الجزء الثالث ، الطبعة الثانيـة ، ١٩٨٠، فقرة ٥٤٢ ، د . محمد فريد العرينى، إصول القانون، الطبعة الأولى، ١٩٥٧ ، د . نصر علـى طـاحون مرجع سابق ص ١٩٣ ، أ د. أبو زيد رضوان ود . حسام عيسى . شركات المـساهمة والقطـاع العـام القاهرة دار الفكر العربى ١٩٧٦ ص ٣٦ ، أ . د هانى محمد دويدار مبادئ قانون المشرع الرأسمالي دار الجامعة الجديدة بالإسكندرية للنشر ١٩٩٦ ص ١٩٥ .

خدمات أو ما بذلوه من مجهودات ساعدت في تأسيس الشركة وذلك بخلاف الأسهم التي تمثل حصة نقدية أو عينية في رأس مال الشركة[١].

٢- لا تخول حصص التأسيس أصحابها أي حق في إدارة الشركة أو الاشتراك في التصويت في الجمعيات العمومية للشركة بخلاف الأمر بالنسبة للأسهم .

٣- تصدر حصص التأسيس بدون قيمة اسمية بخلاف الأسهم التي تصدر بقيمة اسمية لا تقل عن ١ جنية ولا تزيد على ألف جنيه.

٤- لا تستحق حصص التأسيس أية أرباح إذا لم تحقق الشركة أرباح صافية بالفعل، وذلك بخلاف الأمر في السندات إذ تمثل السندات ديناً على الشركة وبالتالي يستحق حامل السند عائداً حتى لو لم تحقق الشركة أرباحاً .

**ثانيا : التكيف القانوني لحصص التأسيس:**

اختلف الفقه حول تحديد الطبيعة القانونية لحصص التأسيس فذهب البعض إلي أن صاحب حصص التأسيس يعد شريكا تأسيسا على أنه يشترك في الأرباح شأنه شأن المساهمين بالإضافة إلي ما قدمه صاحب حصص التأسيس مقابل الحصول عليها قياساً بالحصة بعمل كالشريك بالعمل في شركات الأشخاص[٢].

أما الرأي الثانى[٣] ونحن نؤيده فيرى أن صاحب حصص التأسيس لا يعتبر شريكا في الشركة، بل هو في مركز الدائن، ودلل على صحة رأيه بحجتين أحداهما نصية والأخرى عقلية.

أما الأولى وهى تمثل فيما قضت به صراحة المادة ١٥٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ من أنه " لا تدخل حصص التأسيس أو حصص الأرباح في تكوين رأس مال الشركة، ولا يعتبر أصحابها شركاء، ولا يكون لهم من الحق إلا ما ينص عليه نظام الشركة ".

---

(١) أ.د / نادية محمد معوض – الوجيز في القانون التجاري ، دار النهضة العربية ،طبعة ٢٠٠٤ ،٢٠٠٥ ،ص ٣٣٣ .

(٢) د. / مصطفي كمال طه ،القانون التجارى ،دار المطبوعات الجامعية ،الإسكندرية ،١٩٩٩.

(٣) د / محمد فريد العرينى المرجع السابق ص ٢٣٢ ، ٢٣٣.

أما الحجة الثانية وهى العقلية كما يراه أصحاب هذا الرأي بأنه لا يمكن أن يكون صاحب حصة التأسيس شريكا، لأنه لا يشترك في تكوين رأس مال الشركة بحصة نقدية أو عينية ولا في تحمل خسائرها، ولا شأن له بإدارتها فلا تتوفر لديه- والحال كذلك- نية المشاركة وهى مميزات الشريك ويرد صاحب هذا الرأي على من قالوا بأن صاحب حصص التأسيس يشبه إلي حد كبير صاحب حصة العمل في شركات الأشخاص وصولاً إلي إضفاء صفة الشريك عليه، بأنه وإن تشابه أصحاب هذين المركزين – صاحب حصة التأسيس والشريك بالعمل في شركات الأشخاص- في أن كل منها لا يشترك بتقديم حصة تدخل في تركيب رأس المال، بأن الشريك بالعمل على خلاف صاحب حصص التأسيس تتوافر لديه نية المشاركة، ويتحمل الخسائر ويتدخل في إدارة الشركة.

أما الرأي الثالث[1] فيرى أن مركز صاحب حصة التأسيس يشابه مركز البائع الذى يتقاضى ثمنا إجماليا غير محدد المقدار فهو يدخل في علاقة معاوضة مع الشركة عند تأسيسها فهو يقدم خدمة كان يمكن للشركة أن تعطيه مقابلها ثمنا فوريا محددا، ولكنها تقدم له هذا الثمن في صورة نصيب من الربح محدد وفقا لقواعد يقررها النظام الأساسى للشركة. وهذه المعاوضة تتخذ صورة البيع في الحالتين المنصوص عليهما في المادة ٣٤ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وهما حالة التنازل عن التزام منحته الحكومة أو حق من الحقوق المعنوية كبراءة اختراع.

**ثالثاً :تداول حصص التأسس :**

ويتم تداول حصص التأسيس كغيرها من الأدوات المالية كالأسهم والسندات فإما عن طريق القيد الدفترى إذا كانت الشركة ذات اكتتاب عام أو متداولة بالبورصة وفقا لأحكام قانون الإيداع والقيد المركزي ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م، أو وفقاً لشكلها فإذا كانت اسمية فيتم تداولها ونقل ملكيتها عن طريق القيد في سجلات الشركة وإن كانت لحاملها بطريق المناولة.

---

(١) د . على البارودى،العقود و عمليات البنوك التجارية،دار المطبعة الجامعية،الإسكندرية ، ص ٢٨٧.

## المبحث الثالث

## وثائق الاستثمار

استحدث القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية أدوات مالية جديدة فى سوق المال المصري هى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار ، وقد نظم القانون المذكور فى المواد من ٣٥ إلى ٤١ والمواد من ١٤٠ إلى ١٨٣ من اللائحة التنفيذية لذات القانون الأحكام المنظمة لصناديق الاستثمار والوثائق التى تصدرها .

وقبل أن نتناول بالشرح الأحكام المنظمة لإصدار وثائق الاستثمار التى أوردها القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، فإنه يكون من المناسب التعريض فى عجالة بصناديق الاستثمار وأهميتها وأهم الأحكام الخاصة بها فى مصر فى " مطلب أول " ، ثم نتناول وثائق الاستثمار فى " مطلب ثان " وذلك على النحو التالي :

## المطلب الأول : صناديق الاستثمار

### أولاً : تعريف صناديق الاستثمار [1]:

هي أوعية مالية تهدف إلي تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية نيابة عنهم لتحقيق أفضل عائد ممكن مع تخفيض عنصر المخاطرة وفقاً لأهداف وسياسة معلنة من خلال إدارة محترفة تسمى مدير الاستثمار ، وتصدر هذه الصناديق أوراقاً مالية لأصحاب المدخرات تسمى وثائق الاستثمار .

### ثانياً : أهمية صناديق الاستثمار:

تحقق صناديق الاستثمار مزايا متعددة سواء للمدخر الفرد أو للاقتصاد القومي .

**١- بالنسبة للمدخر الفرد :**

أ – فإن استثمار أمواله من خلال صناديق الاستثمار تبث لديه الثقة والاطمئنان إذا يدير أموال الصندوق عن طريق مدير استثمار الذي يتميز بالخبرة والكفاءة في هذا المجال مما يتيح له تخفيض درجة المخاطر التي قد يتعرض لها ، مع إتاحة الفرصة للمشاركة في الإرباح الرأسمالية الناتجة عن زيادة القيمة السوقية للوثيقة الاستثمار ، والاستفادة من قوة المركز التفاوضي للصندوق – وخبراته المتخصصة في زيادة العائد .

---

(١) أنظر فى ذلك – د/ خليل حسن الشماع – صناديق الاستثمار – من مطبوعات الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية – عمان – بدون تاريخ – ص ١٦٧ ، ١٦٨ – د/ محمد عبد الحليم عمر – المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور اسلامى – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الأول ١٩٩٧ ص ٣٣ ،– أ/ مصطفى على أحمد – صناديق الاستثمار – مزاياها – أنواعها – التكييف الشرعي – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الثانى ١٩٩٧ ص ١١٢ – المستشار / محمود محمد فهمى – الإطار القانوني لصناديق الاستثمار – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الثاني ١٩٩٧ ص ١٥٨ – د/ عطيه عبد الحليم صقر – الإطار القانوني لصناديق الاستثمار – أبحاث ندوة الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الثانى ١٩٩٧ ص ١٨٦ – د/ أحمد بن حسن بن أحمد الحسنى – صناديق الاستثمار – دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامى ١٩٩٩ ص ٦ ، د/ منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار فى خدمة كبار وصغار المدخرين ( الإسكندرية : دار المعارف ) ص ١٢ .

ب- إمكانية تسييل الوثيقة عند الحاجة ، فضلاً عن توفير المرونة الكافية واختيار الصندوق الملائم لأهدافه ، وحصوله علي عائد دوري في بعض الصناديق ، وسهولة دخوله أو خروجه من الصندوق .

جـ- وثائق الاستثمار تمثل محفظة أوراق مالية جماعية بهدف تنويع مخاطر الاستثمار فى ورقة أو أكثر من الأوراق المالية .

**٣- أما بالنسبة للاقتصاد القومي :**

أ- تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب المستثمرين خاصة صغارهم للاستثمار في الأوراق المالية .

ب- تعبئة الموارد المالية والقيام بتوجيهها نحو تمويل المشروعات المختلفة لخدمة الاقتصاد القومي .

جـ- توسيع قاعد الملكية عن طريق تحويل ملكية القطاع العام إلي قطاع خاص .

د- المساعدة في توطين المدخرات المحلية ، مع العمل علي جذب رؤوس الأموال الأجنبية ومساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية .

هـ- تسهل صناديق الاستثمار المفتوحة عمليات الاستثمار قصير الأجل وذلك بالنسبة للأموال التي تفيض من العمليات الجارية لبعض المؤسسات والأفراد بصفة مؤقتة ، لثقتهم التامة علي بقدرتهم علي تسييل هذه الاستثمارات في الوقت المناسب [١].

---

(١) أ / مصطفى على أحمد – المرجع السابق ص ١١٢.

## ثالثاً : أنواع صناديق الاستثمار في مصر :

### ١- صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين :

أجاز القانون للبنوك وشركات التامين إنشاء صناديق استثمار بترخيص من الهيئة بعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة المصرية العامة للرقابة علي التامين [١] ، وهذه الصناديق تصدر وثائق استثمار تعادل عشرين مثلاً لرؤوس الأموال التي تخصصها لها [٢] – علي أن تكون أموال الشركة مستقلة عن أموال البنك أو شركة التامين [٣] وتكون هذه الصناديق من النوع المفتوح الذي يسهل خروج ودخول حملة الوثائق في حرية تامة ، وتسترد قيمة وثائق صناديق استثمار البنوك وشركات التامين مباشرة منها وذلك بسبب ما تتمتع به البنوك وشركات التامين من سيولة كبيرة لا تتوافر لغيرها [٤] .

ومن المعروف أن القانون يسمح بإنشاء صناديق الاستثمار بنظام صناديق الاستثمار المفتوحة للبنوك وشركات التامين ، وليس لها الحق في إنشاء صناديق الاستثمار المغلقة والتي يمكن إنشائها بمعرفة الشركات المساهمة الأخرى .

### ٢- صناديق الاستثمار المباشر [٥]:

تعتبر صناديق الاستثمار المباشر هياكل مالية لتجميع وإدارة أموال عدة مستثمرين ، ويفوض المستثمرون للمديرين المتخصصين سلطة إدارة أموالهم .

---

(١) المادة ١٧٢ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) المادة ١٧٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) المادة ١٧٨ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٤) د/ عز الدين فكرى تهامي – المرجع السابق ص ٨ ، د/ عطية عبد الحليم صقر – المرجع السابق ص ٢١٢ ، أ/ مصطفى على أحمد – المرجع السابق ص ١١٥ .

(٥) أنظر فى ذلك أ/ محمود سليمان – صناديق الاستثمار – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الأول ١٩٩٧ ص ٢٢ و ٢٣ و ٢٤ .
– أ / وفاء محمود خطاب – دراسة صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية فى مصر – غير مؤرخ ص ١٩ وما بعدها .

ويهدف صندوق الاستثمار المباشر إلي الاستثمار في الأوراق المالية للشركات المقيدة وغير المقيدة في بورصة الأوراق المالية في المرحلة الأولي لها بالإضافة إلي الاستثمار في الشركات التي تحتاج إلي إعادة هيكلة كل من هيكلها المالي وهيكلها التشغيلي .

وتتميز صناديق الاستثمار المباشر بأنها تتمتع بدرجة مخاطر عالية ، واحتمالية تحقيق عائد كبير ، وهو الأمر الذي يحتاج غالباً إلي استثمار طويل الأمد قبل أن يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح رأسمالية أو تحقيق تدفق منظم من الدخل أو تحقيق الأمرين معاً ، ولكن يجب أن نؤكد أيضا أن هذه الشركات المستثمر فيها قد تخسر ، ولهذا يتم تنويع المخاطر من خلال صندوق الاستثمار المباشر من خلال المشاركة في عدد من الشركات ذات المخاطر المتنوعة ، كما يحي صندوق الاستثمار المباشر إلي تحقيق تملك نشاط الشركة من خلال ممارسة التأثير علي أو المشاركة في إدارة الشركة كوسائل للمبادرة وتدعيم سياسة الاستثمار المباشر بتملك حصة غالبية أو معظم أسهم هذه الشركات .

هذا أو في هذه المرحلة الهامة من برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر ومرحلة الإسراع في برنامج الخصخصة يمكن أن تؤدي صناديق الاستثمار المباشر دوراً هاماً في توفير التمويل والخبرة الإدارية والمالية المطلوبة لتطوير وإصلاح الشركات وخاصة شركات قطاع الأعمال العام التي تلزم إعادة هيكلتها وتطوير أدائها قبل طرحها للجمهور ، كما تساهم هذه الصناديق في توفير أداء جديد للاستثمار في سوق رأس المال المصري حيث يمكن أن تساهم في جذب الاستثمار والخبرات العالمية المتخصصة في الاستثمار في الشركات التي تتطلب خبرة ودراية عالية لإصلاح مسارها ومما يكن أن يحقق عائداً علي المستثمرين دون الخبرة وبما يمكنهم من تنويع محفظة الاستثمار في مصر .

## ٣- صناديق الشركات :

هى الصناديق التى تنشئها الشركات وهى صناديق مغلقة وتتداول اوراقها بالبورصة

وتجدر الإشارة أنه تم تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بعد موافقة مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال [١] علي مشروع تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بشأن صناديق الاستثمار، حيث شملت التعديلات ما يلي :

١. استحداث شرط ان يكون غالبية اعضاء مجلس ادارة صندوق الاستثمار مستقلين وذلك حفاظا علي مصالح حملة وثائق الصندوق.
٢. زيادة الحد الاقصي لاصدار وثائق الاستثمار في الصندوق من عشرة امثال الي مائتي مثل رأس مال الصندوق بما يتيح التوسع في نشاط صناديق الاستثمار.
٣. وضع ضوابط للفئات المختلفة من الصناديق مثل صناديق اسواق النقد، وصناديق الملكية الخاصة مع توضيح ان هناك نوعين فقط من الصناديق المفتوحة والمغلقة.

٤. تنظيم فئتين جديدتين من الصناديق وهما الصناديق العقارية، والصناديق القابضة. كما تم النزول بالحد الاقصي لنسب الاستثمار التي يلتزم بها الصندوق تماشيا مع مبدأ توزيع المخاطر.

---

(١) بجلسة الأحد الموافق ٢٤ يوليو ٢٠٠٧ ، وقد صرح الدكتور / أحمد سعد رئيس الهيئة العامة لسوق المال أن الهيئة تدرس حالياً ٨ صناديق استثمار جديدة رأس مالها مليار جنيه ، وأشار إلى إرتفاع عدد الصناديق فى السوق حالياً إلى ٤٦ صندوقاً رأسمالها ٤٩ مليار جنيه ، وذلك بمناسبة المنتدى الصحفى لسوق المال بشأن تعديل قواعد صناديق الاستثمار . ( العالم اليوم ، العدد الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٨/١٦ ) وبتاريخ ٢٥ يوليو ٢٠٠٧ صدر قرار وزير الأستثمار بتعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال فيما يتعلق بتنظيم صناديق الأستثمار .

٥. السماح لشركات السمسرة الحق في بيع واسترداد وثائق الصناديق المفتوحة بما يسهم في نشر وتوسيع الاستثمار في هذه الوثائق بين المستثمرين الافراد.

٦. استحداث شركة خدمات الادارة والتي تتولي الاشراف علي تسجيل اصدار واسترداد وثائق الاستثمار في الصناديق وحساب القيمة الصافية للوثيقة يوميا وذلك لجعل مدير الاستثمار متفرغا للادارة الفنية للصندوق[1].

٧. أجازت للصندوق استثمار الاموال السائلة لديه في قنوات استثمارية منخفضة المخاطر وقابلة للتحويل الي نقدية عند الطلب وذلك بدلا من الالزام بالاحتفاظ بهذه الاموال في صورة نقدية.

٨. إستحداث نشاط ترويج الاكتتاب في وثائق صندوق الاستثمار بما يسهم في نشر وتوسيع الاستثمار في الوثائق وتصحيح اساس تحديد قيمة الوثيقة عند الاسترداد بحيث يتم علي اساس صافي قيمة أصول الصندوق في اليوم التالي لتقديم طلب الاسترداد بدلا من الاسبوع السابق علي تقديم طلب الاسترداد وذلك حماية لحملة الوثائق المستثمرين في الصندوق من أي اضرار نتيجة خروج مستثمرين آخرين هذا بخلاف اساسي تحديد قيمة الوثيقة عند الشراء.

٩. وضع استثناء علي التزام الصندوق باسترداد الوثائق بمجرد الطلب تمثل في جواز الوقف المؤقت للاسترداد حال حدوث احداث طارئة وردت تفصيلاً باللائحة مع ضرورة موافقة الهيئة علي وقف الاسترداد.

---

(١) قرار وزير الاستثمار رقم ٢٩٥لسنة ٢٠٠٧ فى ٢٤أكتوبر .

## المطلب الثاني : وثائق الاستثمار :

### أولاً : تعريف وثائق الاستثمار:

هي أوراق مالية تصدر في صورة وثائق استثمار بقيمة اسمية واحدة ذات الإصدار تصدرها صناديق الاستثمار مقابل أموال المستثمرين ، وتتخذ الشكل الأسمى أو لحامله ، وقابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية ، وتصدر بحد ادني عشرة جنيهات ولا يزيد حدها الأقصى علي ألف جنيه .

### ثانياً : الشكل القانوني لوثائق الاستثمار طبقا لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية :

لقد حدد قانون سوق راس المال ولائحته التنفيذية الشكل القانوني لوثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار علي النحو التالي :

١- يصدر الصندوق وثائق الاستثمار في الشكل الأسمى وقد تكون لحاملها بشرط ألا يزيد عن ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة ووفقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة في كل حالة علي حده [١].

٢- يشترط أن يوقع علي وثيقة الاستثمار عضوان من أعضاء مجلس إدارة الصندوق يعينهما المجلس والمدير المسئول [٢] .

٣- يكون لوثيقة الاستثمار كوبونات ذات أرقام مسلسلة مشتملة على رقم الوثيقة [٣].

---

(١) المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

٤- تصدر وثيقة الاستثمار بقيمة اسمية واحدة لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد على ألف جنيه ، ويجوز أن تصدر وثائق الاستثمار من فئة وثيقة واحدة أو خمسة وثائق ومضاعفاتها [١].

٥- لا يجوز إصدار وثائق الاستثمار إلا بعد الوفاء بقيمتها نقداً وفقاً لسعر الإصدار [٢].

٦- لا يجوز إصدار وثائق الاستثمار مقابل حصص عينية أو معنوية أياً كان نوعها [٣].

٧- يجب إصدار وثائق الاستثمار المرخص بها دفعة واحدة [٤].

**ثالثاً : حقوق حاملى وثائق الاستثمار :**

١-تخول وثائق الاستثمار لصاحبها ولحاملها حقوقاً متساوية قبل الصندوق ويكون لحامليها الحق فى الاشتراك فى الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع التى تبنيها نشرة الاكتتاب [٥].

٢-حق المشاركة فى إختيار أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو غير المرتبطين به بعلاقة أو مصلحة [٦].

٣-حق استرداد قيمة وثيقة الاستثمار قبل إنقضاء مدتها إذا نصت نشرة الاكتتاب

---

(١) المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) المادة ١٥٠ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٤) المادة ١٤٩ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٥) المادة ٣٦ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ١٤٧ من اللائحة التنفيذية لذات القانون .

(٦) المادة ٣٥ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ١٤٢ من اللائحة التنفيذية لذات القانون .

فيها على هذا الحق [١] .

٤-حق التعامل على وثيقة الاستثمار العادية بقيدها وتداولها فى البورصة ، وبالنسبة لوثائق استثمار الصناديق المفتوحه لا يجوز قيدها وتداولها فى البورصة ويتم استردادها من خلال الصندوق ذاته [٢] .

٥-حق الاقتراض بضمان وثيقة الاستثمار بوصفها ورقة مالية [٣] .

٦-يجب على الصندوق عدم اتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق ومصالح حملة وثائق الاستثمار [٤].

٧-عدم جواز تعديل البيانات الرئيسية لنشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار إلا بعد موافقة حملة الوثائق.

٨-لا يجوز للصندوق أن يرد إلى حملة وثائق الاستثمار قيمة وثائقهم أو أن يوزع عائداً عليهم بالمخالفة لشروط الاصدار.

٩-يتم توزيع ناتج التصفية بين مساهمي شركة الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة راس مال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في هذا التاريخ .

**رابعاً : الضمانات المقررة لحملة وثائق الاستثمار :**

وضع قانون سوق راس المال ولائحته التنفيذية عدداً من الضمانات والضوابط لحماية حقوق المستثمرين في صناديق الاستثمار واهم هذه الضمانات هي :-

أ- حدد المشرع الهدف الرئيسي من إنشاء صناديق الاستثمار وهو الاستثمار في الأوراق المالية ، لذا فقد حظر المشرع عليها مزاولة آية أعمال مصرفية وعلي

---

(١) المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) المادة ٣٦ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ١٨٢ من اللائحة التنفيذية لذات القانون .

(٣) المادة ١٤٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٤) المادة ١٤٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في العمـــلات أو المعـــادن النفيسة .

ب- حظر المشرع علي صناديق الاستثمار أن تتعامل في القـيم الماليـة المنقولـة الأخرى أو في غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص مـن مجلـس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وفي حدود نسبة الاستثمار التي يقررها علي أن يقدم الصندوق دراسة تتضمن بياناً بمجالات القيم المنقولة وغيرها مـن المجـالات الأخرى التي يرغب الاستثمار فيهـا ومبـررات ذلـك ونتـائج الاسـتثمار المتوقعة .

ج-اشترط المشرع أن تكون أغلبية أعضاء مجلـس إدارة الـصندوق مـن غيـر المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو من تربطهم به علاقة أو مصلحة يتصور أن تجنى من تعاملات الصندوق .

د- أوجب المشرع أن تكون إدارة نشاط الصندوق لجهة متخصصة ذات خبرة فـي إدارة صناديق الاستثمار بهدف تحقيق حماية كاملة لأموال المستثمرين ولتـوفير اكبر قدر ممكن من الخبرة والكفاءة اللازمة لممارسة هذا النشاط .

ه- حدد المشرع أحكاما خاصة بشان مدير الاستثمار تحدد حقوقه وواجباته وخبراته وكفاءته والتزاماته والمحظورات عليـه وذلـك لحمايـة حقـوق المـستثمرين وأموالهم .

و- اشترط المشرع ضرورة إخطار الهيئة العامة لسوق المال بالقرارات الـصادرة بتعيين أعضاء مجلس الإدارة والمديرين المسئولين عن الإدارة العامـة لأعمـال الصندوق وجميع البيانات المتعلقة بها خلال ثلاثين يوماً من تاريخ صدور هـذه القرارات وعلي النموذج المعد لذلك بمعرفة الهيئة التي لها الحق في استبعاد أي من هؤلاء أو الاعتراض عليهم لحماية المستثمرين .

ز-أوجب المشرع ضرورة أن يقوم بمراجعة حسابات الصندوق مراقبات للحسابات يختار أن من بين المقيدين في سجل مراقبي الحسابات وبمعرفة هيئة سوق المال والجهاز المركزي للمحاسبات مما يحقق اكبر قدر من الرقابة الداخلـــة لأعمـــال الصندوق .

ح-اهتم المشرع ببيانات نشرة الاكتتاب في وثائق استثمار الصناديق وحظر تعديلها إلا بموافقة حملة هذه الوثائق .

ط- حظر المشرع علي الصندوق الاقتراض من الغير بما يجاوز ١٠% من قيمـــة وثائق الاستثمار إلا بشرط محدودة .

ي- أوجب المشرع علي الصندوق عدم إتباع سياسة من شانها الإضـــرار بحقـــوق ومصالح حملة وثائق الاستثمار .

ك- أوجب المشرع علي الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافيـــة مـــن الـــسيولة النقديـــة لمواجهة طلبات الاسترداد لقيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد .

ل- حظر المشرع علي الصندوق رد قيمة الوثائق أو توزيـــع العائـــد بالمخالفـــة لشروط الإصدار .

م- أوجب المشرع ضرورة أن تكون أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مفرزة عن أموال البنك أو شركة التامين .

ن- أوجب المشرع علي الصناديق المفتوحه أن تخـــصص صـــندوق الاســـتثمار حسابات مستقلة عن أنشطتها الأخرى أو ودائع العملاء أو وثائق التامين ، كما عليها إمساك الدفاتر والمستندات الخاصة بنشاط الصندوق ، وكذا أوجب علـــي البنك والشركة بان توافى الهيئة العامة لسوق المال بتقارير نصف سنوية عـــن نتائج أعمالها بما يفصح عن المركز المالي الصحيح.

س- أوجب المشرع ضرورة أن تتضمن نشرات الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق المفتوحه بيان ما إذا كان سيتم استثمار أموال الصندوق في أوراق مالية مملوكة للبنك أو شركة التامين مع بيان الجهة المصدرة لهذه الأوراق ، وعلي أن يتم ذلك بالقيمة العادلة لتلك الأوراق وفقاً لما يقر بصحته مراقبو حسابات البنك أو الشركة ، ويعتبر البنك والشركة ضامناً لصحة ما يرد في نشرة الاكتتاب من بيانات .

ع- أوجب المشرع عدم جواز إصدار وثائق استثمار عن حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها .

ف- أعطت اللائحة لحملة وثائق الاستثمار وسائل متعددة يمكنهم من خلالها مراقبة أعمال الصندوق وإبداء الرأي بشأنها .

ص- أوجب المشرع علي صناديق الاستثمار إصدار وثائق الاستثمار اسمية بقيمة واحدة ، وحظر إصدار وثائق استثمار لحاملها إلا وفقا للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة في كل حالة علي حده وبشرط إلا تزيد عدد هذه الوثائق علي ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة .

ق- أوجب المشرع أن يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من الوزير وذلك بالنسبة لصناديق الاستثمار المتخذة شكل شركة مساهمة .

ر- أوجب المشرع علي الصناديق المغلقة أن تحتفظ بالأوراق المالية التي تستثمر أموالها فيها لدي أحد البنوك الخاضعة لأشراف البنك المركزي المصري علي إلا يكون هذا البنك مالكاً أو مساهماً في الشركة المالكة للصندوق الي الهيئة بياناً عن تلك الأوراق معتمدا من البنك علي النموذج الذي يصفه مجلس إدارة الهيئة ، وبالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التامين فيحتفظ بالأوراق المالية التي تشير الصندوق أمواله فيها لدي البنك المنشأ به الصندوق أو أي من البنوك الخاضعة لأشراف البنك المركزي المصري .

**خامساً : جماعة حملة وثائق الاستثمار :**

- يجوز لحملة وثائق الاستثمار ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها ويجوز لحملة ٥% علي الأقل من القيمة الاسمية للوثائق الدعوة إلي تكوين جماعة وتتكون الجماعة إذا قبل الاشتراك في عضويتها حملة أكثر من نصف قيمة وثائق الإصدار.
- يكون للجماعة ممثل قانوني من بين أعضائها يتم اختياره وعزله وفقا للشروط الأوضاع المبينة في اللائحة التنفيذية ويشترط إلا تكون له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة وألا تكون له مصلحة متعارضة مع مصلحة أعضاء الجماعة .
- يباشر ممثل الجماعة ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة لها سواء في مواجهة الصندوق أو الغير أو أمام القضاء وذلك في حدود ما تتخذه الجماعة من قرارات في اجتماع صحيح .
- يتعين أخطار الهيئة العامة لسوق المال بتشكيل هذه الجماعة واسم ممثلها وصور من قراراتها ،ويتبع في إجراءات الدعوة لاجتماع حملة الوثائق ونصاب الحضور والتصويت الأحكام والقواعد المقررة في اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة بالنسبة إلي حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى .
- رقابة جماعة حملة وثائق الاستثمار علي الصندوق :

أعطى المشرع لحملة وثائق الاستثمار وسائل متعددة يمكنهم من خلالها مراقبة أعمال الصندوق وإبداء الرأي بشأنها ومنها :

أ- أنه لا يجوز تعديل البيانات الرئيسية لنشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار إلا بعد موافقة حملة الوثائق في اجتماع صحيح .

ب- يحدد النظام الأساسي للصندوق طريقة تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة علي النحو المشار إليه في المادة ٣٥ من قانون سوق راس المال ، كما يبين كيفية مشاركة حملة وثائق الاستثمار في اختيار هؤلاء الأعضاء.

جـ - علي شركة الصندوق أن توافى ممثل الجماعة بنسخة من التقارير نصف السنوية المرسلة إلي الهيئة ، كما عليها أن ترسل إلي كل صاحب وثيقة علي عنوانه الثابت لديها المستندات التي ترسل إلي المساهمين قبل عقد الجمعية العامة للمصادقة علي الميزانية وحساب الأرباح والخسائر.

د- إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلي ٥٠% من إجمال عدد الوثائق المكتتب فيها يمكن لأغلبية حملة الوثائق في اجتماع صحيح تقرير استمرار نشاط الصندوق وعدم انقضاءه.

هـ- لممثل الجماعة حق حضور اجتماعات الجمعية العامة للصندوق وإبداء ملاحظاته دون أن يكون له صوت معدود في المداولات ويكون له عرض قرارات وتوصيات الجماعة علي مجلس إدارة الصندوق أو جمعيته العامة ، ويجب إثبات محتواها في محضر الجلسة.

## سادساً : مقارنة بين وثائق الاستثمار وصكوك الاستثمار :

هناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف بين وثائق الاستثمار وصكوك الاستثمار علي النحو التالي :

أ- ترك المشرع للائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ تحديد القواعد التفصيلية بشان شروط وأوضاع وإجراءات الإصدار والبيانات التي يتضمنها كل من وثيقة الاستثمار وصك الاستثمار .

ب- وثائق الاستثمار وصكوك الاستثمار يتم إصدارها مقابل الحصول علي أمـــوال المدخرين .

ج- تخول وثائق الاستثمار وصكوك الاستثمار ذات الإصدار الواحد لحامليها حقوقاً متساوية .

د- تخول وثائق الاستثمار وصكوك الاستثمار لحامليها الحق في المـــشاركة فـــي الأرباح وتحمل الخسائر .

هـ - تخول وثائق الاستثمار وصكوك الاستثمار لحامليها جواز اســـترداد قيمتهـــا إذا تضمنت نشرة الاكتتاب هذا الحق بالنسبة لوثيقة الاستثمار أو إذا كانت شروط الصك تجيز ذلك بالنسبة لصك الاستثمار .

و- لا يجوز لحملة وثائق الاستثمار وحملة صكوك الاستثمار الاشـــتراك فـــي إدارة الشركة .

ز- وثائق استثمار الصناديق المفتوحه يحظر قيدها وتداولها في البورصة وتتـــداول من خلال الصندوق بحسب مثلها في ذلك مثل صكوك الاستثمار التي يتم تداولها من خلال الشركة المصدرة فحسب .

**أوجه الاختلاف بين وثائق الاستثمار وصكوك الاستثمار :**

أ- لا تصدر وثائق الاستثمار إلا عن صناديق الاستثمار فـــى حـــين أن صـــكوك الاستثمار لا تصدر إلا عن الـــشركات العامـــة فـــي مجـــال تلقـــى الأمـــوال لاستثمارها.

ب- وثائق الاستثمار تتخذ الشكل الاسمي أو لحاملها ، علـــي حـــين أن صـــكوك الاستثمار لا تتخذ إلا الشكل الأسمى فقط.

ج- ترك القانون لشركة تلقى الأموال لاستثمارها تحديد القيمة الاسمية لصك الاستثمار بما يلائم قدرات المدخرين ، فى حين الحد الأدنى لصك الاستثمار لا يقل عن عشرة جنيهات والحد الأقصى لا يزيد عن الف جنيه .

د - وثائق استثمار الشركات يجوز قيدها وتداولها في البورصة، فى حين أن تداول صكوك الاستثمار يتم من خلال الشركة المصدرة فحسب .

هـ - يتم توزيع ناتج التصفية بين مساهمي شركة الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأس مال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في هذا التاريخ ، في حين أن حملة صكوك الاستثمار يتقاضون نصيبهم في ناتج التصفية قبل حملة الأسهم .

**سابعاً : استحداث وثائق البورصة المتداولة ( Exchange- Traded Funds ETFs):**

خلال السنوات العشر السابقة منذ دخول صناديق الأستثمار فى السوق المصرى ثبت ضعف وثائق الاستثمار الصادرة عن هذه الصناديق حيث أن عددها لا يتجاوز أثنين ونسبة التداول فى وثائقهما ضعيفة ، كذلك فإن دخول وثائق الصناديق المتداولة ( ETSF ) يعمل على تنشيط السوق .

وهى ورقة مالية تصدر مقابل محفظة مكونة من أوراق مالية تحاكى بأكبر قدر ممكن من الدقة أداء مؤشر ما وتصدر عن مؤسسات مالية كبرى [1]، ولنجاح هذا الإصدار لأبد من وجود صانع سوق بخلاف الجهة المصدرة للوثائق حيث يلتزم

---

(١) مؤسسة كادوجان للاستشارات المالية ، بدون دار نشر ، مارس ٢٠٠٢ ، ص ١٣ ، لقد صرح الدكتور / أحمد سعد رئيس الهيئة العامة لسوق المال بأنه تتم حالياً دراسة تداول وثائق المؤشر كأوراق مالية ( العالم اليوم ) ، العدد الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٨/٦ ،وقد صدر قرار وزير الاستثمار رقم ٢٩٤لسنة٢٠٠٧ بشأن صناديق المؤشرات فى ٣٠ أكتوبر ٢٠٠٧.

صانع السوق بتوفير السيولة على الوثائق بما يسمح بتداولها بيعاً وشراءاً بشكل مستمر ، وسوف تؤدى هذه الوثائق للمستثمرين مزيداً من التنوع ، وبالرغم من ذلك فإنه يُؤخذ على هذه الوثائق أن أداؤها مضمون فقط على المدى الطويل ، أما على المدى القصير فقد تتأثر بعوامل خارجية مثل عدم الاستقرار السياسى أو الاقتصادى [1].

(١) ويوجد فى الولايات المتحدة الأمريكية أكثر من ١٤٠ من وثائق البورصة المتداولة فى أسواق الولايات المتحدة الأمريكية ، وأشهر ثلاث وثائق بورصة متداولة هى داوجونز ( DIA) ، وناسداك ١٠٠ ( NASDAQ 100 QQQQ ) ، ووثائق مؤشر أس اند بى ٥٠٠ ( S&P 500 )

(investor education, A look at Mutual Funds & Exchange- Traded Funds(ETFs),2007 p 4 ) .

## المبحث الرابع

## صكوك التمويل ذات العائد المتغير

صكوك التمويل ذات العائد المتغير هى نوع جديد من الأوراق المالية التى استحدثها قانون الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها الصادر به القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ، فقد أجازت المادة ١٥ من القانون المذكور لشركات المساهمة غير العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير ، لا يجاوز ما يحدده البنك المركزى المصرى ، بالأتفاق مع الهيئة العامة لسوق المال فى ضوء متطلبات تنمية سوق المال المصرى ، وتوفير رأس المال اللازم للمشاركة فى التنمية الاقتصادية للمجتمع .

وقد نظمت اللائحة التنفيذية [١] للقانون المذكور فى المواد ٤٣ إلى ٦٣ أحكام صكوك التمويل ذات العائد المتغير .

ثم جاء القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية[٢] متضمناً بعض الأحكام المتعلقة بهذه الصكوك حيث أجاز لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدار هذا النوع من الصكوك .

وسوف ندرس هذه الصكوك من حيث مفهومها وطبيعتها القانونية ومبررات إصدارها وخصائصها وشروط إصدارها والمقارنة بينها وبين صكوك الاستثمار .

---

(١) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ المتعلق بالشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها صدرت بالقرار الوزارى رقم ٣٤٤ لسنة ١٩٨٨ ، منشورة بالوقائع المصرية العدد ١٧٦ فى ١٩٨٨/٨/٨ .

(٢) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ صدرت بالقرار الوزارى رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ ، منشورة بالوقائع المصرية ، العدد ٨١ فى ١٩٩٣/٤/٨ .

## المطلب الأول

## مفهوم صكوك التمويل[1]

صكوك التمويل ذات العائد المتغير هى شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول وذات عائد متغير ، يجوز لشركات المساهمة التى ليس من بين أغراضها تلقى الأموال لاستثمارها وشركات التوصية بالأسهم إصدارها لمواجهة احتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها ، ويتولى مجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين حسب الأحوال مهمة تحديد القيمة الاسمية لصك التمويل عند كل إصدار بحيث لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه أو ما يعادلها من العملات الصعبة ، وتخول الصكوك من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحاملها فى مواجهة الشركة .

ويوقع على الصكوك عضوان من أعضاء مجلس إدارة الشركة يعينهما المجلس أو من الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال .

ويكون لها كوبونات ذات أرقام مسلسلة مشتملة على رقم الصك ، وتستخرج صكوك التمويل من دفاتر ذات قسائم تعطى أرقام مسلسلة ويوقع عليها عضوان من أعضاء مجلس إدارة الشركة يحددهما المجلس أو من الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال ، وتختم بخاتم بارز للشركة .

---

(١) المادة ٣٤ ، ٣٧ ، ٣٨ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ٤٣ ، ٤٤ ، و٥٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

## المطلب الثاني : الطبيعة القانونية لصكوك لتمويل

اختلف الفقه فى طبيعة صك التمويل إذ يرى البعض[١] أن صكوك التمويل ما هى إلا نوع جديد من أنواع السندات لا يحصل حاملها على فائدة ثابتة وإنما يحصل على فائدة متغيرة .

بينما يرى البعض الآخر[٢] أن صكوك التمويل ليست سندات إذ قد يشارك حاملوها فى اقتسام الأرباح والخسائر إذا قررت الجمعية العامة غير العادية للشركة ذلك .

ونحن نذهب مع الرأى الذى يرى فى صكوك التمويل ذات العائد المتغير نوعاً من السندات للأسباب الآتية :

أ - المُشرع لم يقرر صراحة ما إذا كان صك التمويل يشارك فى الأرباح والخسائر سواء فى القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ أو القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

ب - المُشرع جاء بأحكام خاصة فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية تجعل صك التمويل نوعاً من أنواع السندات إذ كثيراً ما يقرر المشرع حكماً واحداً لكل من السندات وصكوك التمويل [٣].

---

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، توظيف الأموال ، دراسة مقارنة ، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة ، ص ٢١٩ ، ٢٢٠ . د. سميحة القليوبى ، الشركات التجارية ، ص ٦٣٣ ، د. ثروت عبد الرحيم ، الشركات التجارية ، ص ٥٦٩ ، مصطفى طه ، صكوك التمويل والاستثمار ، ص ١٩٢ ، عصام حنفى محمود موسى ، صكوك التمويل والاستثمار التى تصدرها شركات المساهمة ، رسالة دكتوراه ، ١٩٩٥ ، ص ٩٨ ، سيد طه بدوى محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، رسالة دكتوراه ، ٢٠٠٠ ، ص ١٧١ .

(٢) خورشيد أشرف إقبال الندوى ، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية ، رسالة دكتوراه ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٩٩ ، ٣٠٠ ، ٣٠١ ، أبو المجد حرك ، شركات توظيف الأموال ، لله والوطن ، دار الصحوة ، ١٩٨٨ ، هامش ص ١٧٦ ، ١٧٧ .

(٣) انظر المواد من ٣٤ إلى ٣٩ والمواد من ٧٠ إلى ٨٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة

ج – نظم المشرع صكوك التمويل في القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ على نحو شديد الشبه بالتنظيم الذى أورده القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ للسندات التى تصدرها شركات المساهمة .

ومن ثم فإن صك التمويل ذات العائد المتغير ليس ورقة مالية جديدة وإنما هو نوع خاص من السندات أهم ما يميزه عن السندات فى صورتها العادية هو عدم ثبات قدر الفائدة .

ويعتبر صك التمويل عقد بين الشركة والمُكتتب ، وهذا العقد ليس عقداً منفرداً بل هو جزء من العقد الجماعى المطروح من جانب الشركة عن طريق الاكتتاب .

ويوضح هذه الصفة توقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة على الصك وتوقيع المكتتب أو وكيله وممثل الشركة على شهادات الاكتتاب ، وجعل شروط الإصدار هى المرجع لتحديد حقوق والتزامات كل من الشركة والمُكتتب [١].

## المطلب الثالث : مبررات إصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير

هناك مبررات كثيرة دفعت المشرع إلى استحداث نوعية جديدة من الأوراق المالية ، ومن هذه المبررات :

١ – السماح بقنوات جديدة جاذبة للادخار ودافعة للاستثمار لا يخضع عائدها للحد الأقصى للفوائد على الديون المنصوص عليها فى المادة ٢٢٧ من القانون

---

١٩٩٢ .

(١) د. ثروت عبد الرحيم ، المرجع السابق ، ص ٥٦٩ ، سيد طه بدوى محمد ، المرجع السابق ، ص ١٧١ ، عصام حنفى محمود موسى ، المرجع السابق ، ص ٩٦ .

المدنى ، تحقيقاً لرغبات واحتياجات الأفراد والمشروعات وسوق الأوراق المالية ، حيث كان الجمهور يعرض عن الاكتتاب فى السندات التى تصدرها الدولة أو شركات المساهمة لضآلة عائدها بحكم تقيدها بالحد الأقصى للفوائد القانونية [١].

٢ – أن صكوك التمويل ذات العائد المتغير كأداة تمويلية جديدة سوف تؤدى إلى تخفيض الضغط على البنوك كمصدر لتمويل الشركات[٢] نظراً لما تتيحه من تمكين المدخرين من تمويل المشروعات مباشرة دون مرور بالجهاز المصرفى وهو ما يعني تفادى تكلفة هذه الوساطة المالية التى يقوم بها البنك [٣].

٣ – وقوع شركات المساهمة التى تلجأ إلى الاقتراض لتمويل احتياجاتها المالية قصيرة وطويلة الأجل فى كثير من المشاكل المالية ، بالإضافة إلى الآثار

---

(١) د. أحمد شرف الدين ، الدليل القانونى لتوظيف الأموال ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، القاهرة ١٩٨٨ ، ص ١٣٤ ، د. عبد الفضيل محمد أحمد ، المرجع السابق ، ص ٢١٨ ، د. سميحة القليوبى ، شركات تلقى الأموال ، دار النهضة العربية ، ١٩٨٩ بند ٦٦ ، ص ٨٠ ، عبد الرحمن عقل ، حقوق ومميزات لصاحب صك الاستثمار وصك التمويل ، جريدة الأهرام ، عدد ٩ أغسطس ١٩٨٨ ، خورشيد أشرف إقبال الندوى ، المرجع السابق ، ص ٢٩٢ ، عصام حنفى محمود موسى ، المرجع السابق ، ص ٨٩ ، سيد طه بدوى محمد ، المرجع السابق ، ص ١٦٥ ، أ / عبد الحميد إبراهيم ود. عبد المنعم أحمد التهامى ، صكوك التمويل ذات العائد المتغير ، الخصائص والأنواع ، ص ١ ندوة عن صكوك التمويل ودور البنوك فى تنميتها وإدارتها التى نظمها اتحاد بنوك مصر مع البنك المركزى المصرى والهيئة العامة لسوق المال ، المقامة بفندق هيلتون يوم السبت الموافق ١٩٨٩/٥/٢٠م .

(٢) د. سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، بند ٦٦ ، ص ٨٠ ، د. عبد الفضيل محمد أحمد ، المرجع السابق ، ص ٢١٨ .

(٣) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، المرجع السابق ، ص ٢١٨ ، د. أحمد شرف الدين ، المرجع السابق ، ص ١٣٤ ، د. حسنى خليل محمد ، عن صكوك التمويل ودور البنوك فى تنميتها وإدارتها ، ص ٣ ، ندوة عن صكوك التمويل ودور البنوك فى تنميتها وإدارتها التى نظمها اتحاد بنوك مصر مع البنك المركزى المصرى والهيئة العامة لسوق المال المقامة بفندق هيلتون فى ١٩٨٩/٥/٢٠ .

التضخمية لهذا النوع من التمويل نتيجة توقف الكثير من هذه الشركات عن الوفاء بالتزاماتها قبل وحدات الجهاز المصرى، وبالتالى اتساع فجوة عدم الثقة بين هذه الشركات ووحدات الجهاز المصرفى [١].

٤ – أن الشركات قد تلجأ إلى إصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير كوسيلة تمويلية هامة بدلاً من انتظار تدبير الاعتمادات اللازمة للتمويل من الموازنات الاستثمارية كما فى حالة شركات القطاع العام ، كما تُغنى الصكوك الشركات عن الالتجاء إلى زيادة رأس المال وإضافة مساهمين دائمين جدد قد يؤثر على توزيعات أرباح الشركات طول مدة الشركة [٢].

٥ – طول فترة استحقاق الصك والتى تكون غالباً متوسطة الأجل وهو ما لا يتوافر فى أغلب الأحيان بالنسبة للقروض المصرفية [٣].

٦ – سهولة تداول الصكوك عن طريق سوق الأوراق المالية ، وعدم التزام الشركة بالسداد إلا فى تاريخ استهلاك الصكوك ، وإمكانية الإصدار أكثر من مرة بعد كل استهلاك إذا كانت هناك حاجة لذلك ، أو طالما أن قيمة الصكوك المصدرة لم تبلغ قيمة صافى أصول الشركة أو فى حالة الحصول على استثناء من هذا الحد [٤].

---

(١) أ. عبد الحميد إبراهيم ، د. عبد المنعم التهامى ، المرجع السابق ، ص ٢٤١ .

(٢) أ. عبد الحميد إبراهيم ، د. عبد المنعم التهامى ، المرجع السابق ، ص ٢ .

(٣) د. حسنى خليل محمد ، المرجع السابق ، ص ٤ .

(٤) د. حسنى خليل محمد ، المرجع السابق ، ص ٤ .

## المطلب الرابع : خصائص صكوك التمويل

تتمتع صكوك التمويل ذات العائد المتغير بعدة خصائص هى :

١ – صكوك التمويل قد تصدر فى شكل شهادات اسمية ، وقد تصدر لحاملها [١].

٢ – صكوك التمويل قابلة للتداول[٢] .

ويسرى فى شأن التعامل فى هذه الصكوك وتداولها الشروط والأوضاع المنصوص عليها فى لوائح البورصات المالية ،[٣] ومن ثم فهى قابلة للتداول بالطرق التجارية ويكون ذلك بالقيد فى سجل الشركة إذا ما كانت اسمية ، وفى سوق الأوراق المالية بالنسبة للصكوك المقيدة بالبورصة ، أما إذا لم تكن مقيدة فيكون بإخطار البورصة بعملية التداول ، أما الصكوك لحاملها فيتم تداولها بالتسليم أو بنقل حيازتها [٤].

٣ – صكوك التمويل تخول حقوقاً متساوية لحاملها : تعطى صكوك التمويل لأصحابها من نفس الإصدار حقوقاً متساوية فى مواجهة الشركة ، ولا يحق لهم المشاركة فى إدارة الشركة أو حضور الجمعية العامة[٥] ، ويحصلون على فائدة متغيرة ، ويستردون قيمة الصك كاملة باعتبارهم دائنين قبل حصول حملة الأسهم على نصيبهم فى ناتج التصفية .

وقد أجاز المشرع لحملة هذه الصكوك تكوين جماعة ضماناً لحقوقهم ، يطلق

---

(١) المادة ٣٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، المادة ٤٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨١.

(٢) المادة ٣٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ٤٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة١٩٨١ .

(٣) المادة ٦١ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

(٤) المادة ١٠٠ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، صالح الحمرانى ، شركات السمسرة ، ص ١٧٩ .

(٥) المادة ٣٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ٤٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

عليها جماعة حملة صكوك التمويل [١].

ويمكن أن تتعدد هذه الجماعات بتعدد الصكوك ذات الإصدارات المختلفة .

٤ – صكوك التمويل ذات عائد متغير : تتميز هذه الصكوك عن السندات بأنها لا تدر عائداً ثابتاً بل عائداً متغيراً .

ويتضمن قرار الجمعية العامة العائد الذى يغله الصك وأساس حسابه دون التقيد بالحدود المنصوص عليها فى أى قانون ،[٢] وكان القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ قد قيد عائد هذه الصكوك بحيث لا يجاوز ما يحدده البنك المركزى المصرى بالاتفاق مع الهيئة العامة لسوق المال فى ضوء متطلبات تنمية سوق المال المصرى [٣].

٥ – صكوك التمويل تصدر بقيمة محددة ، حيث يتولى مجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال تحديد القيمة الاسمية للصك عند كل إصدار بحيث لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه أو ما يعادلها بالعملة الصعبة .[٤] ومن ثم لا يجوز إصدار صكوك تمويل بقيم مختلفة فى الإصدار الواحد .

٦ – صكوك التمويل غير قابلة للتجزئة مثل الأسهم والسندات وعلى ذلك فإنه فى حالة انتقال الصك إلى أكثر من شخص بالإرث أو الوصية يجب أن يقوم شخص ممثلاً عن هؤلاء الأشخاص فى مواجهة الشركة ، وإن تعذر إيجاد الشخص يُباع الصك وتوزع حصيلته على المشتركين فيه [٥].

---

(١) المادة ١٣ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمواد من ٧٠ حتى ٨٤ من اللائحة التنفيذية لذات القانون .

(٢) المادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) المادة ١٥ من القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

(٤) المادة ٥٧ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ، محمود مصطفى ، النظام القانونى لعقد إدارة الأوراق المالية ، ص ٢١٦ .

(٥) عصام حنفى ، المرجع السابق ، ص ١٥٨ .

٧ – صكوك التمويل قابلة للاستهلاك : يجب أن تتضمن شهادات صكوك التمويل شروط استهلاك الصك[١] ، ولا يجوز للشركة أن ترد إلى حملة الصكوك قيمة صكوكهم بالمخالفة لشروط الإصدار[٢] ويكون لحملة صكوك التمويل أن يطلبوا أداء قيمة صكوكهم قبل انتهاء المدة المقررة للصك فى حالة حل الشركة قبل موعدهـــا ، لغير سبب الاندماج فى شركة أخرى أو تقسيمها إلى أكثر من شركة ، كما لا يجوز للشركة أن تعرض عليهم ذلك.

ويجوز للشركة مصدرة الصكوك أن تقوم بشرائها إذا كانت مقيدة فى البورصة ، والتخلص منها بعد ذلك كسبيل للاستهلاك .

ويتم استهلاك الصكوك من أرباح الشركة ، فإذا لم تحقق الشركة أرباحاً ، جاز أن يتم الاستهلاك من الاحتياطى أو رأس المال إذا لم يوجد احتياطى ، وليس فى ذلك ضرر يتأذى منه الشركاء أو الدائنون [٣].

٨ – صكوك التمويل قد تقبل التحول إلى أسهم : يجوز للجمعية العامة غير العادية للشركة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين حسب الأحوال مرفقاً به تقرير مراقب الحسابات أن تصدر صكوك تمويل قابلة للتحول إلى أسهم[٤] غير أن سلطة الجمعية مقيدة فى ذلك بالقيود الآتية :

أ – أن يتضمن قرار الجمعية ونشرة الاكتتاب القواعد التى يتم على أساسها تحويل صكوك التمويل إلى أسهم .

ب – ألا يقل سعر إصدار الصك عن القيمة الاسمية للسهم .

---

(١) المادة ٥٨ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

(٢) المادة ٥٩ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

(٣) راجع فى ذلك : د. عبد الفضيل محمد أحمد ، المرجع السابق ، ص ٢٣٧ .

(٤) المادة ٣٥ من اللائحـــة التنفيذيـــة للقـــانون ٩٥ لـــسنة١ ٩٩٢ ، المـــادة ٥٤ مـــن اللائحـــة التنفيذيـــة للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

جـ- ألا تجاوز قيمة الصكوك القابلة للتحول إلى أسهم بالإضافة إلى أسهم الشركة القائمة قيمة رأس المال المرخص به .

ويكون لمساهمى الشركة الأولوية فى الاكتتاب فى هذه الصكوك وفقاً لنظام الشركة ، ولا يجوز قصر هذا الحق على بعض المساهمين دون البعض الآخر ، ولا يجوز أن تقل المدة التى يكون للمساهمين فيها استعمال حق أولوية الاكتتاب فى صكوك التمويل عن خمسة عشر يوماً تبدأ من تاريخ فتح باب الاكتتاب فى تلك الصكوك [١].

واستثناءً مما تقدم يجوز للجمعية العامة غير العادية أو للأسباب الجدية التى يبديها مجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين حسب الأحوال ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه ، أن تطرح صكوك التمويل كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون إعمال حق الأولوية المقرر للمساهمين [٢].

وفى حالة تحويل صكوك التمويل إلى أسهم فإنه فى هذه الحالة يتمتع أصحاب الصكوك بكافة المزايا التى يتمتع بها حملة الأسهم .

## المطلب الخامس : شروط إصدار صكوك التمويل

هناك شروط معينة يجب على الشركة مراعاتها عند إصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير وتتمثل هذه الشروط فى الآتى :

١ - من حيث الشركة مصدرة هذه الأسهم تصدر صكوك التمويل إما عن شركات

---

(١) المادة ٥٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

(٢) المادة ٥٦ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

المساهمة التى ليس من بين أغراضها تلقى الأموال لاستثمارها[1] وإما عن شركات التوصية بالأسهم[2].

ومن ثم لا يجوز لشركات المساهمة العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها إصدار مثل هذه الصكوك [3].

٢ – عدم تجاوز قيمة الصكوك صافى أصول الشركة : لا يجوز للشركة إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير تزيد قيمتها عن صافى أصول الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقاً لآخر قوائم مالية وافقت عليها الجمعية العامة أو لطرحها للاكتتاب العام إلا إذا توافرت الشروط الآتية:

أ – أن تقدم الشركة للهيئة شهادة بالتصنيف الائتمانى المنصوص عليها فى المادة (٧) ثالثاً – بند ١١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، على ألا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات التى ترتبها الصكوك وذلك وفقاً للقواعد التى يحددها مجلس إدارة الهيئة .

ب – أن تفصح الشركة فى نشرة الاكتتاب أو الدعوة إليه بحسب الأحوال عن كامل البيانات التى تشتمل عليها شهادة التصنيف الائتمانى .

جـ – أن تقدم الشركة للهيئة شهادة تصنيف جديدة خلال شهر من انتهاء كل سنة مالية طوال فترة سريان صكوك التمويل .

د – أن تنشر الشركة كامل بيانات التصنيف فى صحيفتين يوميتين واسعتى

---

(١) المادة ١٥ من القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ والمادة ٤٣ من اللائحة التنفيذية لذات القانون.

(٢) المادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) عكس هذا الرأى ، سيد بدوى طه محمد ، المرجع السابق ، ص ١٦٧ ، ١٦٨ ، عصام حنفى ، المرجع السابق ، ص ٩١ . د. سميحة القليوبى ، المرجع السابق ، ص ٦٣٢ ، د. خيرى على الجزيرى ، صكوك التمويل ودور البنوك فى مجالها ، مجلة البنك المركزى المصرى ٩٠/٨٩ ، ص ٢ .

الانتشار خلال خمسة عشر يوماً من صدور شهادته الأصلية ومن صدور كل شهادة تكون قد اشتملت على تغيير فى درجة التصنيف .

ومع ذلك يجوز بقرار من مجلس إدارة الهيئة الترخيص للشركة بإصدار صكوك تمويل بقيمة لا تجاوز صافى أصولها أو طرحها للاكتتاب العام فى حالة عدم الصلاحية للتصنيف الائتمانى أو إذا كان التصنيف دون المستوى المشار إليه وذلك كله فى الحدود التى يصدر بها القرار (١).

وكان المشرع فى القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ يحظر على الشركة إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير تزيد قيمتها على صافى أصول الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقاً لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة ، وأجاز للشركة إصدارها بقيمة تجاوز صافى أصول الشركة بشرط صدور قرار وزارى بذلك بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال وفى الحدود الواردة بالقرار (٢).

٣ – صدور قرار من الجمعية العامة غير العادية بإصدار صكوك التمويل :
يكون إصدار صكوك التمويل بقرار من الجمعية العامة غير العادية ، وذلك بناء على اقتراح من مجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال يرفق به تقرير من مراقب الحسابات ويتضمن القرار الشروط التى تصدر بها الصكوك .

٤ – موافقة الهيئة العامة لسوق المال : تصدر الشركة صكوك التمويل ذات العائد المتغير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال.

---

(١) المادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) المادة ٤٣ من اللائحة التنفيذية للقانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

## المطلب السادس : مقارنة بين صكوك التمويل وصكوك الاستثمار

هناك أوجه شبه وأوجه اختلاف بين صكوك التمويل وصكوك الاستثمار ، وتتمثل أوجه الشبه فى الآتى [1]:

١ – تصدر الشركة صكوك التمويل وصكوك الاستثمار مقابل الحصول على أموال المدخرين ، وسواء كانت أموال المدخرين بالعملة الوطنية أو الأجنبية .

٢ – لا يحق للحاملين لصك التمويل وصك الاستثمار المشاركة فى إدارة الشركة .

٣ – صكوك التمويل وصكوك الاستثمار قابلة للتداول .

٤ – صكوك التمويل وصكوك الاستثمار تُعطى حامليها فى الإصدار الواحد حقوقاً متساوية .

**وتتمثل أوجه الاختلاف فى الآتى :**

١ – تصدر صكوك التمويل عن شركات المساهمة التى ليس من أغراضها تلقى الأموال لاستثمارها وعن شركات التوصية بالأسهم بينما لا تصدر صكوك الاستثمار إلا عن الشركات العاملة فى مجال تلقى الأموال لاستثمارها .

٢ – صكوك التمويل قد تأخذ الشكل الاسمى ، وقد تكون لحاملها ، بينما صكوك الاستثمار تتخذ الشكل الاسمى فقط .

٣ – صكوك التمويل يمكن تداولها بنفس طرق تداول الأوراق المالية بعد قيدها ، بينما تتداول صكوك الاستثمار من خلال الشركة المصدرة فحسب .

٤ – أجاز المشرع تحويل صكوك التمويل ذات العائد المتغير إلى أسهم متى كان مصرحاً بذلك فى قرار الجمعية العامة بإصدارها ، فى حين أنه لم يورد نصاً بنفس المعنى يجيز تحويل صكوك الاستثمار إلى أسهم .

---

(١) انظر فى هذا المبحث د. عبد الفضيل محمد أحمد ، المرجع السابق ، ص ٢٣٧ وما بعدها .

٥ – القيمة الاسمية لصك التمويل محددة بحد أدنى عشرة جنيهات وحد أقصى ألف جنيه ، بينما ترك المشرع لشركة تلقى الأموال لاستثمارها وتحديد القيمة الاسمية لصك الاستثمار بما يلائم قدرات المدخرين .

٦ – حامل صك الاستثمار شريك مع شركة تلقى الأموال لاستثمارها ، بينما حامل صك التمويل هو مجرد دائن ، ولذلك يستحق حامل صك الاستثمار نصيباً فى الأرباح إذا تحققت أرباح ويتحمل فى الخسائر إذا تحققت خسائر ، خلافاً لحامل صك التمويل الذى لا يحصل على أرباح بل على فائدة وإن كان قدرها متغيراً ، ولا يتحمل فى الخسائر إن تحققت خسائر وأنما لا يحصل على فائدة مطلقاً إذا لم تحقق الشركة أرباحاً .

٧ – يسترد حامل صك التمويل قيمته كاملاً باعتباره دائناً قبل حصول حملة الأسهم على نصيبهم فى ناتج التصفية على حين أن حامل صك الاستثمار قد يخسر جزء من قيمته إذا لحقت بالشركة خسائر باعتباره شريكاً مع الشركة .

٨ – الحد الأقصى لقيمة صكوك التمويل التى يمكن للشركة إصدارها من الممكن أن يتجاوز صافى أصول الشركة ، بينما الحد الأقصى لقيمة صكوك الاستثمار التى يمكن لشركة تلقى الأموال لاستثمارها إصدارها هى عشرة أمثال رأس مالها المصدر ، واستثناء خمسة عشر مثل رأس المال المصدر .

## المبحث الخامس

## شهادات ( وثائق ) المؤشرات

**تمهيد :**

عرفت مؤشرات بورصات الاوراق المالية منذ فترة طويلة بهدف قياس اتجاهات الاسعار ، ويعد مؤشر Dow Jones من أقدم المؤشرات حيث تم البدء في حسابه في عام ١٨٩٦ وكذلك مؤشر financial times ordinary share والذى تم حسابه في عام ١٩٣٥ في المملكة المتحدة .

ويتم تصميم المؤشرات بواسطة البورصات ذاتها – الغالب – أو عن طريق المؤسسات المالية او المعاهد الاحصائية أو المؤسسات الصحفية ، ومع تطور البيئة الاستثمارية في الدول الصناعية الكبرى ظهرت العديد من المؤشرات والتي تتداول في البورصات من خلال اصدار شهادات أو وثائق المؤشرات تقيد وتتداول في بورصات الاوراق المالية باعتبارها ورقة مالية ، هذا فضلاً عن ابرام عقود المؤشرات التي تتداول في اسواق الخيارات والمستقبليات ، وبذلك اصبحت المؤشرات أدوات مالية تتداول في البورصات سواء في الاسواق الحاضرة أو الآجلة، ونبين المقصود بالمؤشرات ومزاياها وكيفية بناؤها في مطلب اول وأهم المؤشرات العالمية في مطلب ثان ، وأخير المنتجات المشتقة من مؤشرات البورصة المصرية في مطلب ثالث .

## المطلب الأول : مزايا المؤشرات وكيفية بناؤها

### أولاً : مزايا مؤشرات بورصات الأدوات المالية :

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيرات في الاسواق المالية ويعبر عنه بنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الاساس او نقطة البدء ويقيس المؤشر تحركات الاسعار لمجموعة مرتبطة من الاسهم او السندات او الصناديق .... ألخ ، ارتفاعاً او انخفاضاً ، الامر الذي يعكس حركة الاسعار في الاسواق (١).

ومؤشرات البورصة لاتخرج عن كونها مقاييس للاسعار تستخدم فيها الطرق الاحصائية والرسوم البيانية لذلك ويعرفها البعض بأنها مقياس احصائي يعبر عنه بنسب مئوية لسنة الاساس

A statistical yardstick expressed in terms of percentages of base year or years. (٢)

وتؤدي المؤشرات مزايا وأهداف متعددة منها :

١- تساعد المؤشرات في اجراء التحليلات المالية علي مر الزمن عن طريق دراسة تأثير العلاقات المتبادلة بين مختلف المؤشرات علي القطاعات الاقتصادية المتنوعة ، وبالتالى تتبع حركة الاقتصاد مستقبلا وكشف عيوب الاقتصاد القومي من حيث الركود او التضخم او التحقق من اتجاهات الانفراج والانتعاش (٣).

٢- تقيس درجة حساسية الاسواق ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث علي المستوى الدولي او تجاه الازمات مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تاثير تقلبات اسعار النفط وانعكاساتها علي الاسواق المالية ، وعلاقة ذلك بالتغيرات التي تحدث في اسعار الصرف الدولية .

---

(1) www.Egyptse.com .

(2) NYSE, Glossary of Terms & Acronyms, p. 15.

(٣) أ.د / هوشيار معروف ، الأستثمارات والأوراق المالية ، ٢٠٠٣ ، عمان ، ص ١٩٩ .

٣- تمكن المؤشرات المستثمرين من مقارنة أداء استثماراتهم بالاداء الـذي تحققه البورصة ، والحكم علي كفاءة مديري محـافظ الاوراق الماليـة ومديري صناديق الاستثمار، وذلك بمقارنة معدل العائد علي المحفظـة بمعدل عائد السوق .

٤- التنبؤ بحركة اسعار الاسهم بالبورصات من خلال التحليـل التـاريخي للتغيرات التي تطرأ علي المؤشرات ، والتنبـؤ بـالتطورات المتوقعـة لحركة السوق في المستقبل وذلك باستخدام الطرق الاحصائية والرسـوم البيانية مثل : طريقة المربعات ، وتحليل الانحدار والارتبـاط ، والتـي تُعرف بالتحليل الفني [١].

٥- مؤشرات البورصة أداه مالية مستحدثة تتداول في البورصات وتعتمد في اسعارها علي اسعار الأدوات المالية المكونة للمؤشر – العينة – وتحقق للمستثمرين ميزة التنوع اذا تمثل شهادة المؤشر محفظة أدوات ماليـة ، وكذلك يتم تداول مؤشرات البورصة في اسواق العقود من خلال عقـود المستقبليات والخيارات علي المؤشرات ، وسوف نتناولهـا فـي البـاب الثالث بالتفصيل – بهدف الحماية من اخطـار تقلبـات الاسـعار فـي المستقبل.

٦- تساعد الجهات الرقابية – هيئات اسواق المال – فى رقابةالتعاملات التي للتأكد من انها تتم بطريقة مشروعة .

**ثانياً : كيفية بناء مؤشرات البورصات :**

تتباين المؤشرات فيما بينها ولكن هناك أسس مشتركة تبني عليها وهي كالأتي :

---

(١) أد./ أحمد سعد عبد اللطيف ، سلـسلة مراجـع المـدير المـالى رقـم ٣ : اسـتراتيجيات وسياسـات الأستثمار ، الطبعة الثانية ٢٠٠٤ ، ص ١١٢ .

١- **العينة :** مجموعة من الأوراق المالية المختارة تعكس حالة السوق ككل ، أو حالة قطاع معين بحيث تكون العينة ملائمة وممثلة للمصدر الذي تم أخذ العينة منه [١].

**٢- الوزن النسبي لكل سهم داخل المؤشر :**

تستخدم ثلاث طرق في تحديد قيمة المؤشرات وهي :

أ- الوزن علي أساس السعر price weighting :

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل علي اساس نسبة سعر السهم الي مجموع أسعار الاسهم الفردية للمؤشر ، ويستخدم مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة djia طريقة الوزن علي اساس السعر ، ويمثل ٣٠ سهماً من اسهم الشركات الرائدة في مجال الصناعة التي تعمل فيها والمقيده ببورصة نيويورك NYSE .

ب- الترجيح علي اساس الوزن المتساوى equal weighting

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر بإستخدام وزن متساو لكل سهم من أسهم المؤشر ( معامل ترجيح ) ، ويتم حساب المعامل علي اساس سعر السهم حيث يعادل مقلوب السعر ثم يتم حساب الوزن النسبي المتساوى للاسهم من خلال ضرب سعر السهم × معامل الترجيح [٢].

ج-الترجيح علي القيمة value weighting :

---

(١) يمثل المؤشر العام لسوق المال المصرى كافة الأسهم المقيدة ، فى حين يمثل مؤشر Case 30 أنشط ٣٠ شركة بالبورصة المصرية وفقاً لمعايير معينة ، ويتم نشرهما بالصحف القومية، ويقترح عمل مؤشرات قطاعية لتعبر عن قطاعات السوق ، هذا فضلاً عن إنشاء مؤشر يحتوى على ١٠٠ شركة الأكثر نشاطاً بالبورصة المصرية حتى يكون معبراً عن السوق .

(٢) أد./ أحمد سعد عبد اللطيف ، سلسلة مراجع المدير المالى رقم ٣ : استراتيجيات وسياسات الأستثمار ، الطبعة الثانية ٢٠٠٤ ، ص ١١٥ .

يتم حساب هذا المؤشر عن طريق حساب اجمالي القيمة السوقية للسوق ككل في سنة الاساس ( في بداية عمل المؤشر ) ، وحساب اجمالي القيمة السوقية اليومية وتكون معادلة علي النحو التالي :

$$\text{المؤشر في يوم أ} = \frac{\text{مج (عدد الاسهم المصدرة في يوم أ} \times \text{اسعار اقفال السهم في يوم أ}}{\text{مج ( عدد الاسهم المصدرة في يوم الاساس} \times \text{سعر الاقفال للاسهم في يوم الأساس}} \times \text{الأساس}$$

يكون الاساس عادةً ١٠٠ وهذا الاكثر شيوعاً ، فيما يمكن استخدام قيم ١٠ ، ٥٠ ، ١٠٠ ، ٠٠٠٠ ألخ .

## المطلب الثاني : مؤشرات البورصات العالمية :

يتم نشر مؤشرات البورصات العالمية بانتظام في الجرائد والمجلات المتخصصة مثل جريدة الوول ستريت والفينانشيال تايمز، والمجلات المتخصصة مثل فوربز forbs والبارونز barons ومن اشهر المؤشرات العالمية مؤسسة داوجونز لمتوسط الصناعة djia ، ومؤشر ستاندرد آند يورز ٥٠٠ ، ومؤشر الفينانشيال تايمز ونتناول هذه المؤشرات علي النحو التالي :

### أولاً : مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة [١]:

Dow Jones industrial average ( djia)

يعد مؤشر " داوجونز " أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا في الاسواق المالية اذا نشر لاول مرة في صحفية وول ستريت عام ١٩٨٤ ، وقد سمى بهذا الاسهم نسبة الي تشارلز داو ، وادوار جونز مؤسسي صحيفة وول ستريت ، وقد تم حساب قيمة المؤشر في البداية علي اساس عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية وفي العام ١٩١٦ اضيفت ( ٨) اسهم اخرى وفي عام ١٩٢٨ بلغ ٣٠ سهماً ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير حجم عينة المؤشر علما بان محتويات ( djia ) لا تتغير إلا

(١) www.DGINDexes.com/mdsidx/?event =show Averages.

بين فنية وأخرى تمتد لعدة سنوات واخر تبديل حدث في عام ١٩٩٧ باستبدال اسهم شركات .

Wall – Mart, Hewlett – Packard, travelers group, wasting house, Bethlehem steel

وتمثل الأسهم الثلاثين حوالي ٢٥% من اجمالي قيمة الاسهم المسجلة في بورصة نيويورك .

**كيفية حساب مؤشر داوجونز :**

في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة اسعار اسهم المؤشر علي عددها ، إلا أنه مع مرور السنين فان بعض الشركات قد تعمل علي خفض قيمة أسهمها الأسمية عن طريق تجزئة قيمتها الأسمية أو تقوم بزيادة رأس المال من خلال توزيعات جديدة ، ومثل هذه العمليات لا تؤخذ بعين الاعتبار اذا كانت التجزئة أو الاصدارات تقل عن ١٠% ، ولتوضيح ذلك نفترض ان المؤشر يتكون من ٣ شركات هي ( أ ، ب ، ج ) وكانت اسعار الاقفال ( ١٠ ، ٢٠ ، ١٥ ) بالترتيب :

$$\text{فإن معدل السعر} = \frac{١٠ + ٢٠ + ١٥}{٣} = ١٥ \$$$

وعندما تؤخذ المتوسطات لفترات زمنية طويلة نسبياً يمكن رسم خط للاتجاه العام للاسعار ومعرفة هل يتحرك باتجاه الصعود او الهبوط او الثبات .

في حالة قيام الشركة (ج) في اليوم التالي بتجزئة قيمتها الأسمية التي بيعت بسعر ١٥$ الي ثلاث اسهم ، ونفرض انه في نفس يوم التجزئة بلغت اسعار الاسهم ( أ ) = ١٢ $ ، (ب) = ٢٢ $ ، (ج) = ٧$ ، حسب سعر الاقفال.

يتم تسجيل الاسعار بسعر الإقفال ، ولكن (ج) يسجل بالقيمه المجزأة ٣/١٥ = ٥ ، فيكون مجموع أسعار الإقفال ١٢+٢٢+٥ = ٣٩ $ ، ثم تقسم هـذا المجمـوع علي متوسط الاسعار في اليوم السابق علي التجزئة والـذي تـم حـسابه = ١٥$ ، فتكون النتيجة ١٥/٣٩ = ٢,٦ ويصبح هذا الرقم هو المقسوم عليه divisor [١].

ونأتى للخطوة الاخيرة وهي مجموع أسعار الاسهم بعد التجزئة ١٢+٢٢+٧ = ٤١ ونقسمها علي الرقم ٢,٦ فتكون النتيجة ١٥,٧٦$ .

إن المقام يتغير مع كل واقعة تجزئة في الاسهم أو إصدار أسهم مجانية تزيد عن ١٠% ، وعليه فإن المقام لا يمكن أن يساوى مجموع الاسهم في العينـة ، وتنـشر الصحف المالية كل يوم رقم المقام المستخدم الي جوار قيمة المؤشر ذاته ، ولا يتغير المقسوم عليه الا في حالة اصدار تجزئة جديدة ، وفي ظل ذلك يتوقع ان يتحقق قدر من الاستقرار في قيمة المقسوم عليه ويكفي انه خلال ٢١ سـنة منـذ عـام ١٩٥٩ وحتى عام ١٩٨٠ ، لم يتغير المقسوم عليه في مؤشر داوجـونز ، ومـع ان هـذا المؤشر واسع الاستخدام إلا أنه يُنتقـد بالأتـي :

١- يهمل تجزئة الاسهم أو اصدار أسهم جديدة تقل عن ١٠% .

٢- لا يمثل الشركات متوسطة او صغيرة الحجم وبالتالي لا يمثـل الـسوق حيـث يتحيز للشركات الصناعية الكبرى والتي يطلق عليها blue- ship stocks .

٣- يتم الترجيح علي أساس السعر السوقي ، وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن اكبر داخل العينة ، علي الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشـر للقيمة السوقية الإجمالية للشركة المصدرة أو مؤشراً للقوة الإيرادية لها [٢].

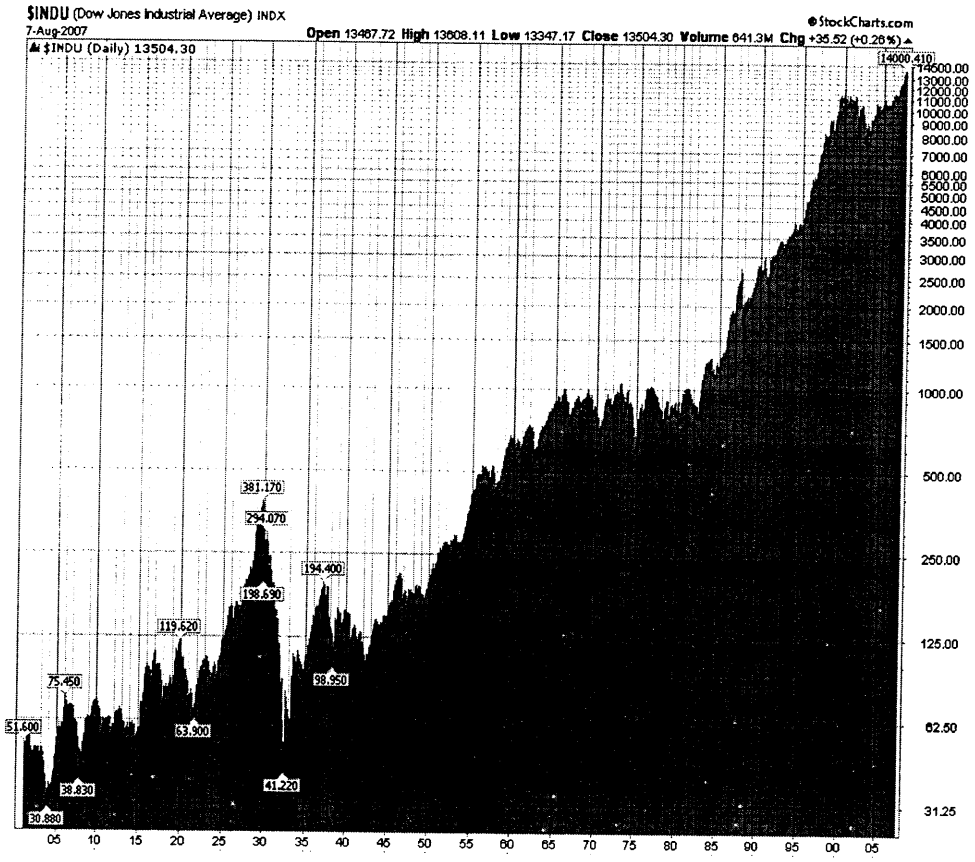
---

(1) NYSE, Glossary of Terms & Acronyms, p. 15.

(٢) أد./ أحمد سعد عبد اللطيف ، سلسلة مراجع المـدير المـالى رقـم ٣ : اسـتراتيجيات وسياسـات الأسـتثمار ، الطبعة الثانية ٢٠٠٤ ، ص ١١٥ .

شكل رقم (٢)

التطور التاريخي لمؤشر داو جونز ( شهري ) من عام ١٩٠٠ إلي عام ٢٠٠٦




المصدر : Stock Charts.com

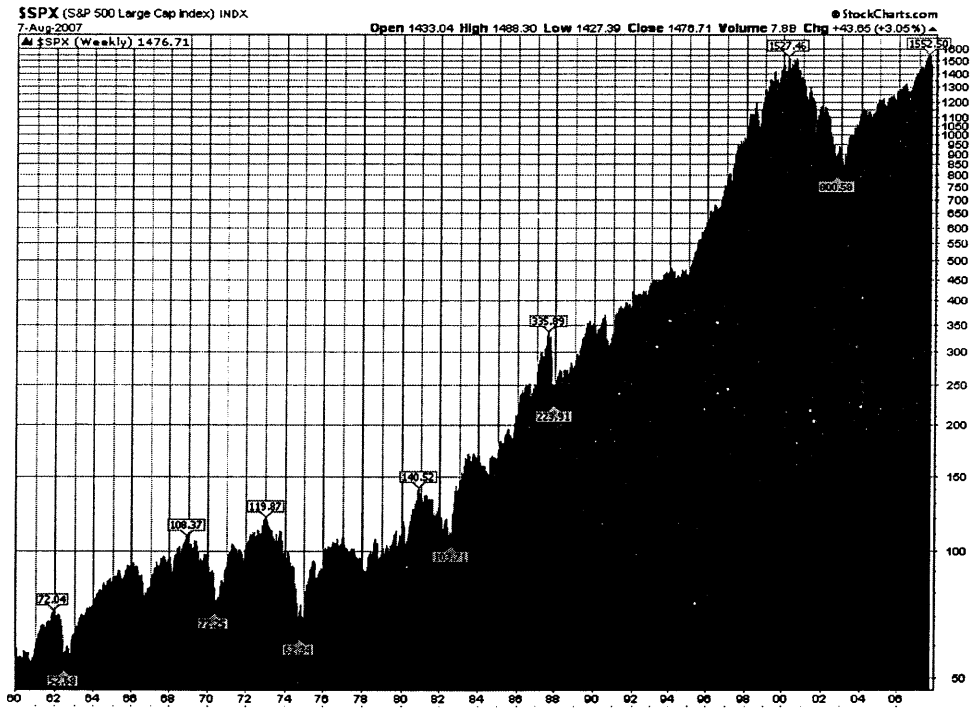
**ثانياً :- مؤشر استاندردآند بورز ٥٠٠ the s& p500 index**

في عام ١٩٢٣ بدأت شركة استاندردآند بورز بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك يعتمد علي أسعار ٢٣٣ شركة أرتفع الي ٥٠٠ شركة في ١٩٥٧ ، ويعتبر هذا المؤشر من المؤشرات المرجحة ، ويتم الترجيح فيه علي أساس القيمة value weighting ، وهو رقم قياسي يقوم علي نسبة أسعار السوق في فترة المقارنة الي اسعار السوق في فترة الاساس ، وقد أعطى لفترة الاساس ( ١٩٤١ – ١٩٤٣ ) الرقم ١٠ – قيمة حكمية – ويستخرج طبقا للمعادلة الأتية:

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{سعر السوق الحالي للمجموعة}}{\text{سعر السوق للمجموعة في فترة الاساس}} \times ١٠$$

وسعر السوق = معدل اسعار الاسهم × عدد الاسهم المصدرة ويتميز هذا المؤشر بعدم تأثره بعمليات التجزئة والاصدارات الجديدة ، إلا أنه يعيبه تأثره الشديد بالتغير في اسعار اسهم الشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة Large capitalization stocks ، ولا يتاثر بالتغير في اسعار الاسهم ذات القيمة السوقية المنخفضة small capitalization stocks ولا يأخذ في الاعتبار الاسهم حرة التداول [١].

شكل رقم (٣) التطور التاريخى لمؤشر S&p 500 ( أسبوعى ) ١٩٦٠ – ٢٠٠٦




المصدر : Stock Charts.com

(١) أد./ أحمد سعد عبد اللطيف ، سلسلة مراجع المدير المالى رقم ٣ : استراتيجيات وسياسات الأستثمار ، الطبعة الثانية ٢٠٠٤ ، ص ١٣٠ .

**ثالثاً : بعض المؤشرات الأخرى لأسواق الأوراق المالية :**

**١- مؤشر نيكى ( اليابان ) Nike 225 stock average**

يعتبر من اكبر المؤشرات العالمية والأسيوية حيث يمثل قياس معدل أسعار اكبر ٢٢٥ شركة يابانية ، وكما هو معروف فهو يقيس اسعار اسهم سوق طوكيو للادوارق المالية ( Tokyo stock exchange ( TSE وهي من اكبر الاسواق الاسيوية التي تأسست في عام ١٨٧٨م .

**٢- مؤشر الفينانشيال تايمز ٣٠ FT30 shares index**

يعد من أقدم المؤشرات في المملكة المتحدة منذ عام ١٩٣٥ وضم ٣٠ سهم لاكبر الشركات الصناعية وينشر بجريدة الفينانشيال تايمز .

ويتم حساب المؤشر علي اساس المتوسط الهندسي ( ايجاد الجذر النوني لحاصل ضرب اسعار اسهم المؤشر ) ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر ، حيث يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزانا متساوية ( سواء حجم الشركة أو سعر السهم ) ويتم الاعتماد في حساب قيمة المؤشر علي نسبة التغير في سعر السهم فقط بصرف النظر عن سعره في حساب التغير في قيمة المؤشر (١).

**٣- مؤشرات سوق الاوراق المالية المصرية :**

في مصر يتم اصدار عدة مؤشرات لقياس أداء البورصة المصرية ، حيث تقوم الهيئة العامة لسوق المال باصدار المؤشر العام لسوق المال ، وتقوم بورصة الاوراق المالية باصدار مؤشر case30 ، هذا بالاضافة إلي المؤشرات الأخرى التي تصدرها المؤسسات المالية مثل البنك الاهلي ومؤشرات لقياس أداء البورصة المصرية مثل مؤشر IEF ومؤشر مورجان ستانلي .

---

(١) المرجع السابق ، ص ١٣٢ .

**أ- المؤشر العام لسوق المال:**

بدأت هيئة سوق المال باصدار المؤشر العام لسوق المال المصري الذي يتضمن كافة الشركات المقيدة ، وقد بدأ حساب المؤشر في ٢ يناير ١٩٩٢ ، سنة الاساس ، بقيمة اساسية قدرها ١٠٠ نقطة ، ولاحتساب المؤشر العام فيتم استخدام المعادلة التالية [١]:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مج ( سعر السهم في جلسة المقارنة × عدد الاسهم المتاحة فى جلسة المقارنة )}}{\text{مج ( سعر السهم في جلسة الاساس × عدد الاسهم المتاحة في جلسة الاساس )}} \times ١٠٠$$

وما يأخذ علي هذا المؤشر أنه يتضمن جميع الاوراق المالية المقيدة أي يتضمن الشركات المغلقة ، ولا يأخذ بمعامل التداول الحر free float .

ومن أجل مواكبة المقاييس العالمية اخذت البورصة المصرية علي عاتقها ، تغيير طريقة حساب المؤشر لتمثل التداول الحر free float في حساب مؤشرها الجديد case30 [٢].

**ب- مؤشر البورصة المصرية Case30:**

وقد تم البدء في حساب المؤشر في ١ يناير ١٩٩٨ وتم نشره في ٢ فبراير ٢٠٠٣ بقيمة اساسية ١٠٠٠ نقطة وهو يقاس حسب رأس المال السوقي المعدل بنسب التداول الحر Adjusted market capitalization by free float ويتضمن أعلي ٣٠ شركة مقيدة بالبورصة المصرية من حيث السيولة والنشاط

---

(١) راجع ، موسوعة أخبار اليوم الاقتصادية ( مجلد سوق المال ) الرقم القياسى للتغيرات فى أسعار الأوراق المالية ، ١٩٩٩ ، ص ٤٣٢٠ .

(٢) معيار السيولة والنشاط وهو أن تكون الشركة قد تم تداول أسهمها بنسبة ٥٠% من أيام التداول خلال آخر ستة أشهر ١٢٠ يوم ( ٦ × ٤ × ٥ ) ، ويشترط أن تكون نسبة التداول الحر لا تقل عن ١٠% من أسهم الشركة ، يراجع موقع بورصتي القاهرة والإسكندرية : www.Egypt.com

ويقيس العائد علي الاستثمار الناتج من التغير في القيمة السوقية للاوراق المالية أي العوائد الرأسمالية (١).

ويستخدم في حساب المؤشر معادلة واضحة ومباشرة ، حيث تحسب القيمة اليومية للمؤشر بقسمة اجمالي قيمة السوق ( اخر سعر اقفال للسهم × عدد الاسهم المقيدة × نسبة الاسهم حرة التداول ) لكل شركة من شركة المؤشر علي قاسم ما

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{إجمالى القيمة السوقية المعدلة لكل الشركات}}{\text{القاســـم}}$$

والقاسم هو معامل لتحويل اجمالي رأس المال السوقي للشركات المكونة للمؤشر الي مستوى المؤشر ، ويستنتج عند نقطة البداية ،وقد تم تحديده عند ١٠٠٠ نقطة ، وتم حساب القاسم في تاريخ البداية في ١٩٩٨/١/١ ، ويستنتج بالمعادلة الآتية :

$$\text{قاسم المؤشر} = \frac{\text{إجمالى القيمة السوقية المعدلة فى ١٩٩٨/١/١}}{\text{قيمة المؤشر فى اليوم الأول ( ١٠٠٠ )}}$$

ولحساب قيمة المؤشر في أي تاريخ على النحو التالي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{إجمالى القيمة السوقية المعدلة للشركة ( لكل شركات المؤشر )}}{\text{القاســـم}}$$

وهناك العديد من المتغيرات التي تتطلب تعديل القاسم مثل حذف شركة او اضافة شركة والقرارات الصادرة عن الشركات المصدرة والتي لها تأثير علي القيمة السوقية مثل التوزيعات النقدية والتجزئة ٠٠٠٠ ألخ ويتم حساب القاسم وفقا للمعادلة الآتية:

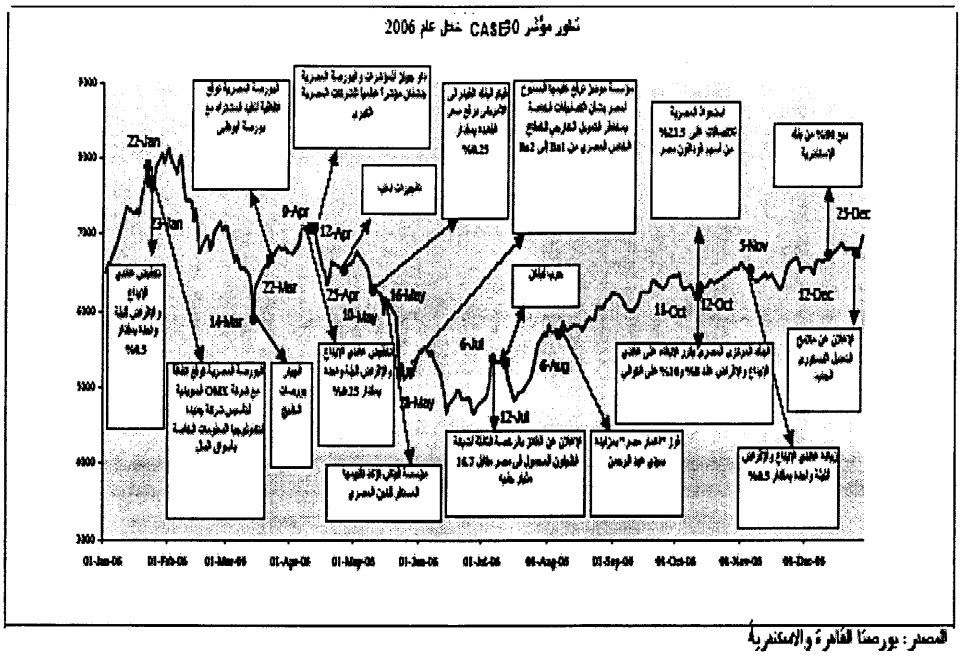
---

(١) يراجع موقع البورصة المصرية ، قواعد حساب مؤشر Case30 ، وكذلك كتاب الحقائق ، بورصة الأوراق المالية ٢٠٠٣ ، ص ٧٣ – ٧٥ .

$$\text{القاسم الجديد} = \frac{\text{القسم القديم} \times (\text{القيمة السوقية المعدلة})}{\text{القيمة السوقية السابقة}}$$

وفي إطار إدراك البورصة المصرية لأهمية صناعة المؤشرات في جذب الأستثمارات الأجنبية في ابريل ٢٠٠٦ دشنت البورصة المصرية ومؤسسة داوجونز للمؤشرات مؤشر مشترك يسمى Dow Jones case Egypt Titians 20 index ويحتوى هذا المؤشر العالمي علي الشركات المصرية العشرين الأكثر نشاطاً والتي تعكس أداء السوق المصري ، ويتبع المؤشر الجديد نفس المنهج الواضح والموضوعي المستخدم في حساب مؤشر داوجونز جلوبل تايتنز Dow Jones global titans 50 index والترجيح يتم علي أساس رأس المال السوقي بنسبة التداول الحر للشركة ، المبيعات او الايرادات بالاضافة الي صافي الارباح وبدأ بقيمة اساس ١٠٠ نقطة بتاريخ ٣١ ديسمبر ٢٠٠١ [١].

شكل رقم (٤)




المصدر : بورصتا القاهرة والإسكندرية

(١) www.DGINDexes.com .

## المطلب الثالث : وثائق المؤشرات :

وهي شهادات تصدر عن مؤسسات متخصصة وتتداول بالبورصات وتشتق قيمتها من قيمة الاسهم الممثلة بالمؤشر [1].

ومؤشرات المتاجرة هذه تتميز بخاصية المعلوماتية المستمرة من قبل المؤسسات المصدرة لها وإذا ارتفعت قيمة هذه المؤشرات فإن معنى ذلك أن العديد من المستثمرين قرروا توجيه محافظهم نحو هذا المؤشر ومن المؤشرات هذه مؤشر داوجونز الصناعي (djia )، ومؤشر استاند آندبورز The S&P 500 ، ومؤشر ناسداك ١٠٠ NASDAQ 100 ٠٠٠٠ألخ هذا علي المستوى الدولي ، وعلي المستوى المحلي فقد شهد عام ٢٠٠٥/٢٠٠٦ اصدار وثائق او شهادات مشتقة من مؤشر البورصة المصرية 30 case من قبل ثلاث مؤسسات مالية وسوف نتناول ذلك بشئ من الايجاز وذلك علي النحو التالي :

### ١- وثائق بنك الاستثمار العالمي ABN-Amro

قام بنك الأستثمار العالمى ABN-Amro خلال عام ٢٠٠٥ بإصدار شهادات مفتوحة الأجل بعدد ٥٠٠ ألف وثيقة ليتم تداولها فى بورصة يورونكست بامستردام ، هذا بالإضافة إلى إصدار ٥٠٠ ألف شهادة مغلقة مشتقة من مؤشر البورصة بسعر ٧,١٤ يورو للشهادة الواحدة بقيمة إجمالية بلغت ٣,٥٧٠,٠٠٠ يورو ، وقد تم قيدها وبدأ تداولها فى بورصة إيطاليا خلال عام ٢٠٠٦ ليتم استهلاكها فى ٢٠١٠ .

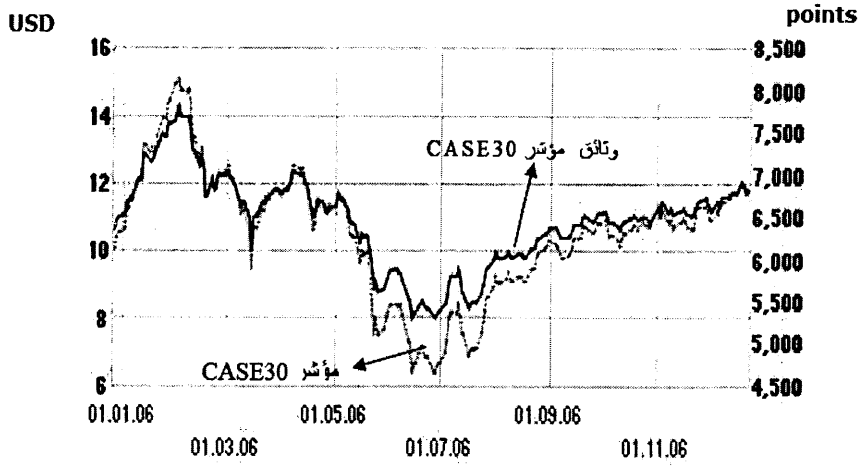
ويصور الشكل رقم (٥) أداء وثائق ABN-Amro ( مفتوحة الأجل )

---

(١) عرفت المادة (١٨٣) مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المضافة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٩٤ لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/٣٠ ، صناديق المؤشرات بأنها صناديق الاستثمار التى تصدر وثائق مقابل محفظة تتبع أغلبية الأوراق المالية المكونة لها أحد مؤشرات الأسعار بالبورصات .

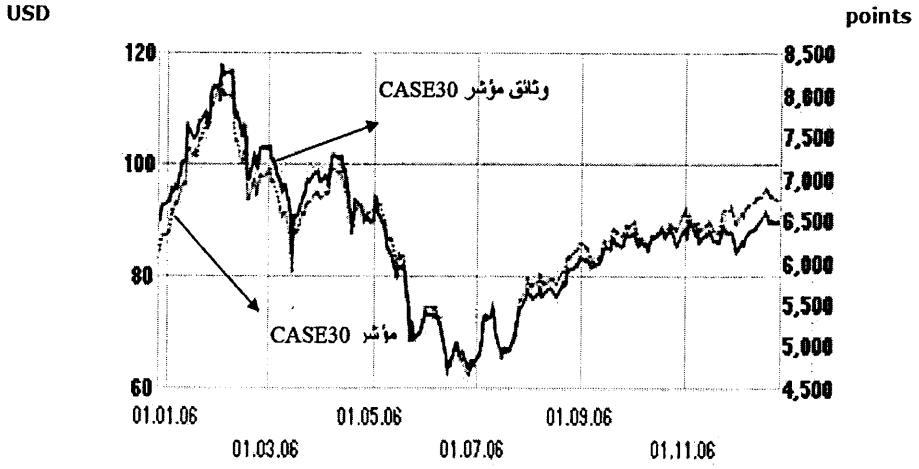
ببورصة سويسرا ، والشكل رقم (٦) أداء وثائق ABN– Amro المتداولـــة ببورصة فرنكفورت .

شكل رقم (٥)




المصدر: الموقع الإلكتروني لبنك ABN-Amro

شكل رقم (٦)



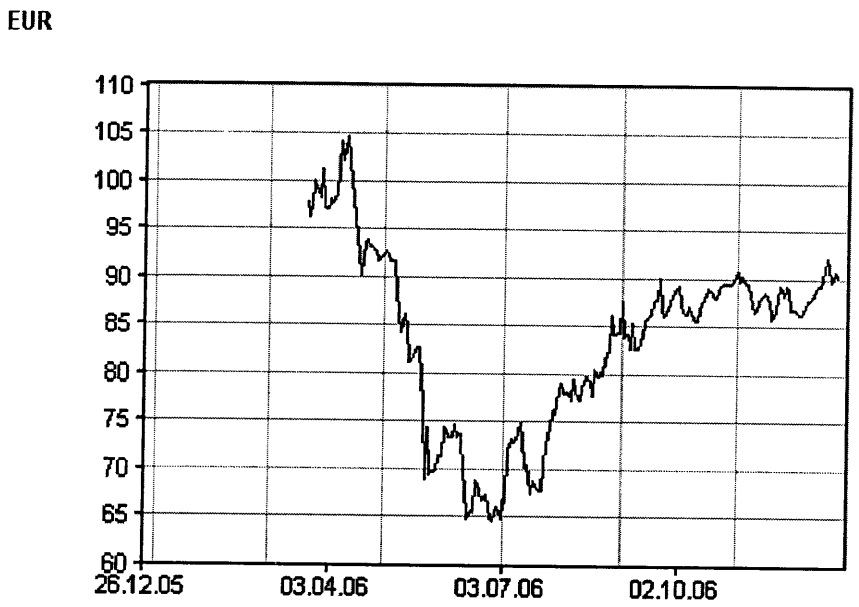

المصدر: الموقع الإلكتروني لبنك ABN-Amro

٢- وثائق Deutsche Bank :

كما منحت بورصتى القاهرة الإسكندرية ترخيص لدويتش بنك العالمى بلندن London Deutsche Bank AG, لإصدار مليون شهادة مشتقة من مؤشر CASE30 باسم CASE30 EURX-Pert لقيدها والتداول عليها فى كل من بورصة فرانكفورت وبورصة شتوتجارت بألمانيا اعتباراً من ١٣ مارس ٢٠٠٦ ويوضح الشكل رقم (٧) أداء هذه الوثائق والتى انخفضت بحوالى ٧% منذ إصدارها وحتى نهاية عام ٢٠٠٦ .

## شكل رقم (٧)

### أداء وثائق Deutsche Bank المشتقة من CASE30




المصدر: الموقع الإلكتروني لدويتش بنك

### ٣- وثائق Goldman Sachs :

خلال مايو من نفس العام منحت بورصتي القاهرة والإسكندرية ترخيص لمؤسسة (**Goldman Sachs** ) والتى أصدرت ٥٠٠ ألف وثيقة ، تم قيدها وبدء التداول عليها ببورصتي فرانكفورت وشتوتجارت فى ٥ مايو ٢٠٠٦ ، كما قامت بإصدار ٣٨٠ ألف وثيقة أخرى تم قيدها وبدء التداول عليها ببورصة سويسرا فى ١٠ مايو ٢٠٠٦ وقد إنخفضت بحوالي ١٠% منذ إصدار هذه الوثائق [١] .

ان وثائق المؤشرات المتداولة بالبورصات العالمية تتم من خلال قيام احدى المؤسسات المتخصصة في ذلك بإصدار هذه الوثائق بعد أن تقوم بشراء عدد من الأوراق المالية الممثلة بالمؤشر المعنى وطبقا للنسب المحددة وتحتفظ بهذه الأسهم لدى بنك إيداع دولي الذي يقوم بإصدار هذه الوثائق بنفس أسلوب إصدار شهادة الإيداع والسابق قياسها .

---

(١) التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠٠٦ .

## المبحث الخامس

## شهادات الايداع depository receipts(DRs)

عرفت شهادات الايداع عام ١٩٢٧ لمساعدة المستثمرين الامـريكيين الـذين يرغبون الاستثمار في شركات اجنبية ، ومنذ ذلك الحين اصبحت هذه الوسيلة جزءاً مهماً من الاقتصاد العالمي تتيح للشركات الوصول للاستثمار ، والحـصول علـي التمويل من جميع انحاء العالم، ونتناول في هذا المبحث تعريف شـهادات الايـداع وأنواعها ومزاياها في مطلب أول وتداولها في مطلـب ثـاني وشـهادات الايـداع للشركات المصرية في مطلب ثالث وذلك علي النحو التالي :

### المطلب الأول : تعريف وأنواع شهادات الايداع :

**أولاً : تعريف شهادات الايداع الدولية :**

هي أداة مالية قابلة للتداول تصدرها البنوك الدولية في سوق أو أكثر من الاسـواق الدولية ، مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من اسهم الشركات المحلية [١].

وتصدر هذه الشهادات من البنوك العالمية مثل بنك أوف نيويورك bank of New York أو دويتش بنك Deutsch bank وذلك بناء علي إتفاق مـع الـشركة المصدرة وغالباً يتم الاحتفاظ بالاسهم المحلية لدى وكيل للبنك الدولي ( في المعتـاد يكون بنك محلي ) ، أو لدى الفرع المحلي للبنك الدولي، ويتم تداول هذه الـشهادات مثل الاسهم المحلية –كبديل عنها– ولكنها تتداول في الاسواق العالمية مـن خـلال فروع البنك الدولي المتعددة .

**ثانياً : انواع شهادات الايداع :**

**١– شهادات الايداع الدولية global depository receipts ( GDRs)**

وهي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في اكثر من سوق مـالي مـن اسواق المال الدولية ( وخاصة في اوروبا ) ، كما يمكن تداولها وفقاً لـشروط ومتطلبات معينة في اسواق الدول المختلفة ، وذلـك بالـدولار – أو أي مـن العملات الاجنبية الاخرى .

---

(1) www.investopiedia.com/.

**١-شهادات الايداع الامريكية ( ADRs ) American depository receipts**

وهي تلك الشهادات التي يتم اصدارها من قبل بنك امريكي مقابل إيداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الاجنبية خارج الولايات المتحدة الامريكية ، بحيث يمكن تداول الأوراق المالية الاجنبية في أسواق الولايات المتحدة الامريكية بالدولار الامريكي [١].

وتقيد هذه الشهادات في كل من بورصة نيويورك Now York stock exchange ( NYSE ) والبورصة الامريكية ( AMX ) American stock exchange والاتحاد الوطنى لتجارة الأوراق المالية National association of securities dealers automated quotations ( NASDAQ ) [٢].

ولا توجد اختلافات كبيرة بين شهادات الايداع الدولية (GDRs) وشهادات الايداع الامريكية (ADRs) .

**ثالثاً : فوائد شهادات الايداع ( DRS ) :**

تؤدي شهادات الايداع ( DRS ) العديد من الفوائد سواء للشركات المصدرة أو للمستثمرين :

**١- مميزات شهادات الايداع ( DRS ) بالنسبة للشركة المصدرة :**

أ- توسيع قاعدة المساهمين shareholder base ومدخل للانتشار للاسواق الدولية .

ب- توفر درجة سيولة أعلي من وسائل التمويل الأخرى وفرصة جيدة للشركات المصدرة في الاسواق الدولية مما يعود بالفائدة علي اعمال الشركة .

ج- زيادة سيولة وتقييم أسهم الشركات المصدرة .

---

(1) NYSE, Glossary of Terms & Acronyms, p. 1.

(٢) نظام الناسداك NASDAQ يزود المتعاملين بأسعار الأوراق المالية المتداولة فى أسواق خارج المقصورة OTC ، وظهر هذا النظام فى عام ١٩٧٥ بدلاً من نظام البحث الذى كان يقوم به السمسار لإيجاد بائع أو مشترى للورقة المالية www.investor Dicionary.com.

**٢- مميزات شهادات الايداع ( DRS ) بالنسبة للمستثمرين :**

أ- تسمح للمستثمرين بالاستثمار في اكثر من ١٩٠٠إصدار لشهادات إيداع من ٧٣ دولة [١] .

ب- التسعير والارباح بالدولار الامريكي مما يحد من مخاطر تقلبات أسعار الصرف .

ج - التقاص والتسوية cleared settle طبقا للمعايير العالمية .

د- التغلب علي قيود الاستثمار الاجنبي foreign investment .

فمثلاً : قد يوجد قيود علي بعض المستثمرين مثل صناديق المعاشات في عدم الاستثمار في الأوراق المالية الاجنبية - فتستثمر اموالها في شهادات الايداع ( DRS ) .

هـ تحسين معدلات الأفصاح وتدفق المعلومات .

د- عدم خضوع هذا النوع في بلد الاصدار للضرائب كما هو الحال في مصر

## المطلب الثاني : خصائص شهادات الايداع :

**١- بالشركة المصدرة :**

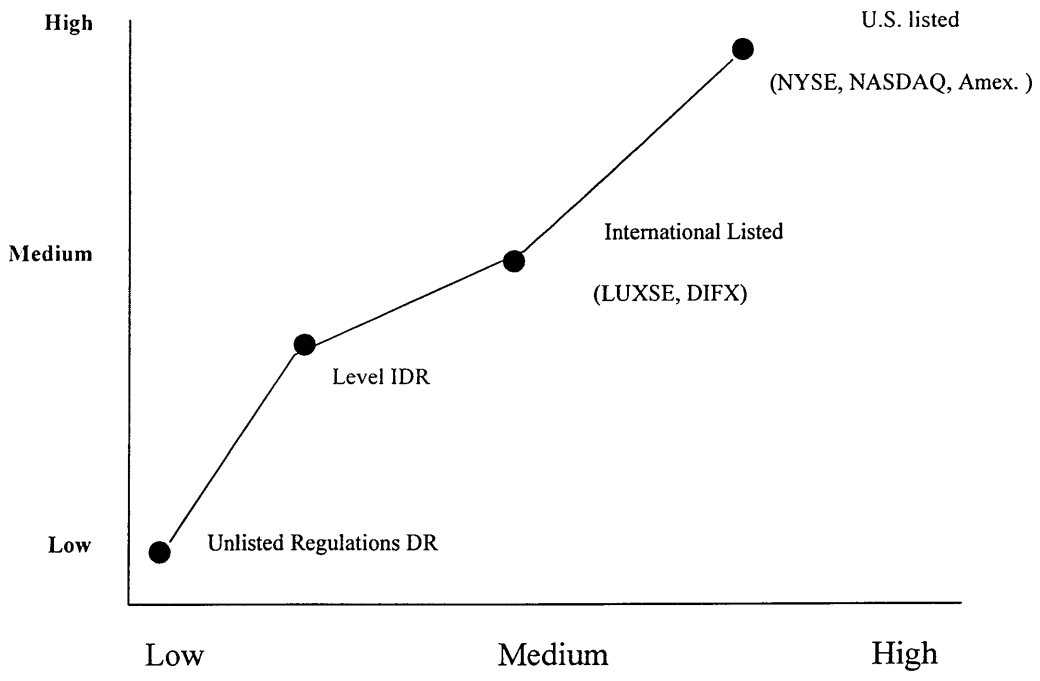
لابد أن يكون للشركات المصدرة لشهادات إيداع مقابل اسهمها المحلية نتائج أعمال قوية خلال أخر ثلاث سنوات سابقة علي الإصدار ، وتلتزم الشركات المصدرة بالافصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة مثل التقارير النصف سنوية، والسنوية والجمعيات العامة ، وقرارات مجلس الادارة ، وذلك للأسواق المقيدة بها هذه الشهادات ، وتختلف متطلبات الإفصاح من سوق الي آخر ، ويوضح الجدول التالي متطلبات الإفصاح في الاسواق المختلفة في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية [٢].

---

(1) Mahmoud Salem, Depositary Receipts Overview, the bank of Now York, p5.

(2) Ibid, p7.

شكل رقم (٨) يبين متطلبات الإفصاح في شهادات الإيداع الدولية




**٢- عملة الاصدار :**

تصدر شهادات الايداع الدولية بالدولار أو اليورو أو أي عملة يتم تداولها بالسوق الحرة في حين تصدر شهادات الايداع الامريكية بالدولار بينما الاسهم المحلية تصدر بعملة – غالباً- بالعملة المحلية .

**٣- القيد بالبورصة :**

تقيد شهادات الايداع بالبورصات العالمية مثل نيويورك ولندن ولوكسمبورج ، هذا وتعد كل من بورصة نيويورك ولندن من أكثر البورصات التي تقيد الأوراق المالية الاجنبية وشهادات الايداع طبقا لنفس الشروط مع اختلاف بسيط من حيث سرعة وسهولة اجراءات قيد الشهادات وتداولها في هذه البورصات .

وتمثل شهادات الايداع المقيدة في الولايات المتحدة الامريكية ٦١% من اجمالي الايداع علي المستوى العالمي ، بينما تمثل الشهادات المقيدة في بورصة لندن ولوكسمبورج ٢٦% .

**٤- التسوية والمقاصة clearing & settlement:**

يتم اجراءات التسوية والتقاص من خلال انظمة متعارف عليها دولياً مثل يوركلير ( euro clear ) وكلير مستريم ( clear stream ) في اوربا ونظام ( DTC ) في الولايات المتحدة الامريكية .

**٥- التوزيعات dividends :**

تقوم الشركات المصدرة بتوزيع الارباح بالعملة المصدرة لها الاسهم الي بنك الايداع depositary bank الذي يقوم بتحويل تلك الأرباح الي الدولار الامريكي أو العملات الأخرى التي تتداول بها الشهادات ، وكذلك فان اسعار الشهادات تدفع بالدولار او العملات الاخرى التي تتداول بها الشهادات الي المستثمرين investors حاملي الشهادات .

**٦- تداول شهادات الايداع :**

يتم تداول شهادات الايداع من خلال بيعها وشراؤها من السوق العالمي المقيدة به، أي يتم التعامل علي الشهادات بالسوق العالمي باعتبارها أداة مالية مستقلة عن الاسهم التي تقابلها هذه الشهادات ( طريق مباشر ) ، كما يمكن إلغاء الشهادات واستبدالها بالأسهم المحلية ، والتي تتداول في السوق المحلي ، كما يمكن استبدالها بالاسهم المحلية مقابل اصدار شهادات ايداع جديدة تكون صالحة للتداول في السوق العالمي، وشهادات الايداع سيولتها مثل سيولة الاسهم المقابلة لها underlying shares ويمكن تلخيص خطوات التعامل علي شهادات الايداع وتسويتها من الرسم التخطيطي رقم (١) من الملحق .

## المطلب الثالث : شهادات الايداع للشركات المصرية

شهد عام ١٩٩٦ انطلاق أول إصدار لاسهم شركة مصرية في الخارج في بورصة لندن من خلال ايصالات ( شهادات ) الايداع العالمية (GDRs) وتبعه اصدارات اخرى حتى وصلت الي ( ١٢ ) اصدار وكانت البداية باصدار شهادات إيداع لاسهم البنك التجاري الدولي بقيمة ١٧٧ مليون دولار ، وذلك في بورصة لندن ، ونتناول أطراف شهادات الإيداع وعملية تحويل لأستبدال أو إلغاء الشهادات كما يلى:

**أولاً : أطراف عملية اصدار شهادات ايداع دولية :**

**أ- الشركة المصدرة :**

وهي التي تقوم بالتقدم بطلب قيد واصدار شهادات ايداع دولية، ويجب أن تتوافر شروط معينة ، فمثلاً في الولايات المتحدة الامريكية ينبغي أن تتوافق القوائم المالية للشركة المصدرة لثلاث سنوات علي الاصدار مع المعايير المحاسبية الدولية أو الامريكية [1] .

**ب- البنك المدير للاصدار :**

هو المسئول عن تسويق شهادات الايداع الدولية الخاصة بالشركة المصدرة ، ويقدم إستشارات خاصة بتوقيت الإصدار وحجم الإصدار والسعر ونوع الإصدار ( أسهم ، سندات ) .

**ج- بنك الايداع الدولي international custodian :**

هو البنك الذي يقوم باصدار شهادات الايداع الدولية مقابل الاسهم المحلية ويُعد الوكيل الدولي للشركة المصدرة ، ويعتبر بنك أوف نيويورك bank of New York ودويتش بنك ( bank deutsche ) من أكبر بنوك الايداع علي المستوى العالمي .

---

(1) www.MESD.com.eg/pu-mcsd/arabic/othar-services.

**د- بنك الحفظ المحلي local custodian :**

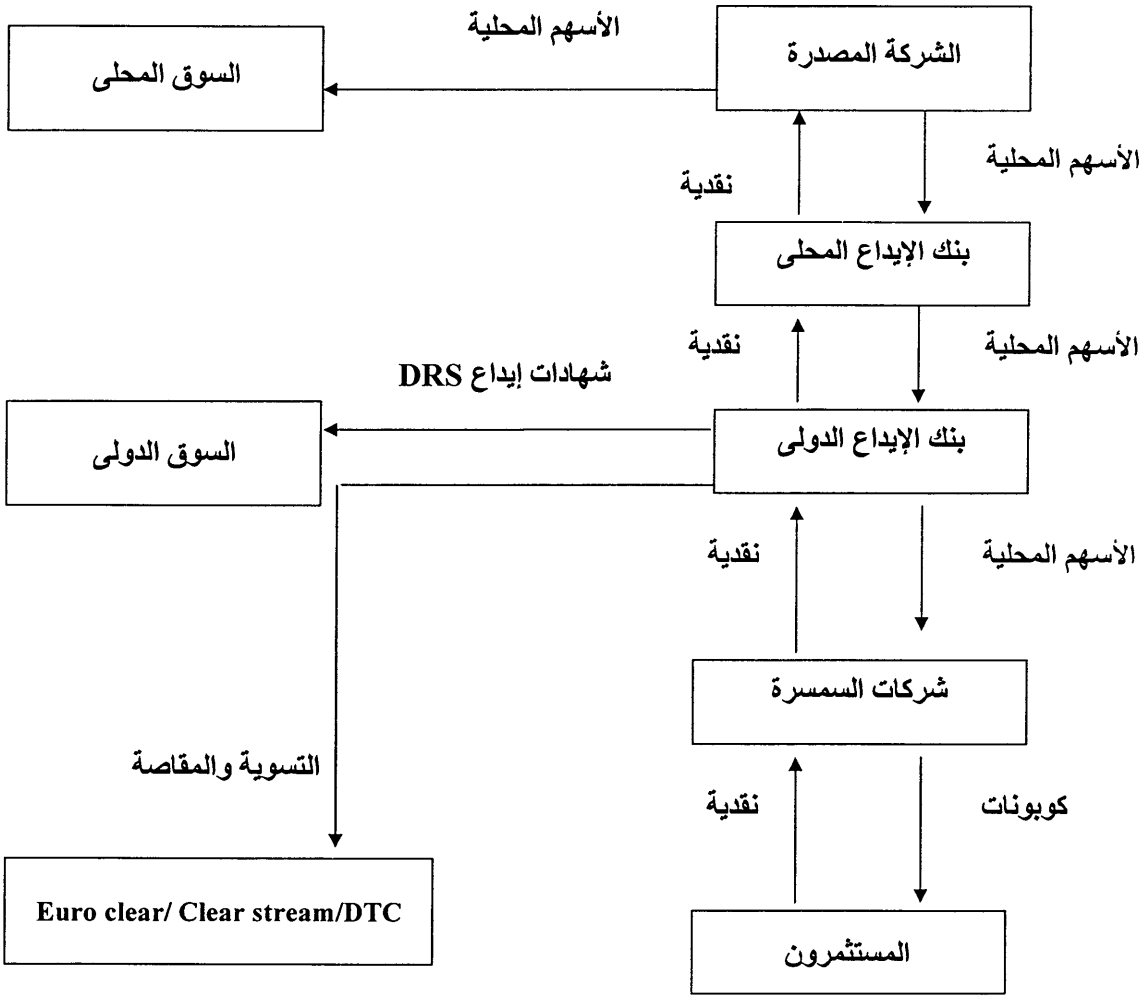
هو البنك المحلي الذي يقوم بحفظ رصيد الاسهم المحلية الخاصة ببنك الايداع الدولي ، والتي تعتبر غطاء لشهادات الايداع المصدرة ، ويتم إختياره من قبل بنك الايداع الدولي، ويقوم بتحصيل الارباح اوالتوزيعات وعملية استبدال من والي شهادات الايداع .

**هـ- أطـراف مساعـدة :**

وتتمثل في مراقب الحسابات الذى يقوم بإعداد القوائم المالية طبقا للمعايير الدولية وتقديم الاستشارات للشركة وخاصة الالتـزام بقواعـد الافـصاح ، وحوكمـة الـشركات corporate governance ، والمستـشارين القـانونين بتقـديم الاستشارات القانونية للشركات المصدرة وشركات الوساطة التي تقوم بـالترويج للشهادات من خلال عملائها في الاسواق الدولية مما يساعد علي وجـود طلـب قوى لشهادات الايداع خاصةً في بداية الطرح .

شكل رقم (٩)

**نموذج لعلاقة شهادات الإيداع بالأطراف المختلفة**



**ثانياً : إجراءات تنفيذ عملية تحويل لأستبدال أو إلغاء شهادات الإيداع في البورصة المصرية [1] :**

١- يقوم المستثمر الراغب في الحصول علي شهادات ايداع بإخطار شركة الوساطة التي يتعامل معها ، وبعد ذلك يقوم وكيل العميل ( طرف له حساب في يوروكلير ( Euro clear ) أو كلير ستريم clear stream او DTC ) باخطار بنك الايداع الدولي بطلب التحويل متضمنا البيانات الاساسية للعملية ومنها : اسم الورقة ، كمية الاسهم المحلية المطلوب اصدار شهادات ايداع مقابلها ، أسم امين الحفظ للمستثمر .

٢- يقوم بنك الايداع الدولي بإخطار وكيله ( بنك الحفظ المحلي ) للقيام باجراءات الاستبدال في البورصة المصرية بارسال تعليمات ( سويفت ) بالبيانات الاساسية للعملية .

٣- يقوم بنك الحفظ المحلي باصدار التعليمات ، وارسالها إلي البورصة المصرية لإصدار اخطار استبدال ( لاصدار ) شهادات الايداع مقابل أسهم محلية ، وتسليم الاخطار لبنك الحفظ المحلي خلال ٢٤ ساعة من زمن استلام مستندات العملية .

٤- يقوم بنك الحفظ المحلي بتسليم صورة من اخطار البورصة لوكيل العميل، وكذلك صورة أخرى الي شركة الايداع والقيد المركزي لتقوم بتحويل الاسهم المحلية من حساب العميل إلى بنك الحفظ المحلي ( لصالح بنك الايداع ) .

٥- بناء علي اخطار استبدال ( الاصدار ) والصادر من البورصة المصرية، يقوم بنك الايداع الدولي باصدار شهادات ايداع دولية جديدة ، وايداعها في حساب بنوك المقاصة المشار اليهما الخاص بوكيل العميل ، الذي يقوم باضافة شهادات الايداع الي اسهم المستثمر .

٦- تقوم شركة السمسرة باخطار العميل بأن الشهادات جاهزة للتداول في السوق العالمي ، ويتم اتباع نفس الخطوات السابقة في حالة إلغاء الشهادات والحصول مقابلها علي اسهم .

---

(1) www.Egyptse.com.

**ثالثاً : تاثير اسعار شهادات الايداع علي الاسهم المقابلة لها والعكس :**

يتم تداول شهادات الايداع بالبورصات الاجنبية ، وتتأثر بآليات العرض والطلب بتلك البورصة ، وكذلك تتاثر أسعار الشهادات بكافة الأخبار والمعلومات المتعلقة بالشركة التي تمثل الشهادات حصة في رأس مالها تماماً مثل الاسهم [١] .

إن الوضع الطبيعي أن تتساوى قيمة الاسهم في السوق المحلي مع قيمة شهادات الايداع الموازية لها في السوق الخارجي ، إلا أنه في بعض الاحيان ونتيجة لإختلاف ميزان العرض والطلب وإختلاف خصائص كل سوق عن الآخر أو في بعض الاحيان ظهور معلومات لها تأثير علي الاسعار في سوق قبل الاخر لإختلاف فروق توقيت عمل الاسواق وأيام عمل الاسواق ، أو صدور قرارات اقتصادية مؤثرة مثل تحرير سعر الصرف ، فتظهر بعض الإختلافات في القيمة فتصبح مثلاً الاسهم المحلية أقل سعراً من مثيلتها من شهادات DRS ، وتعتبر تلك الظاهرة فرصة أمام المستثمرين، وخاصة المضاربين للحصول علي الارباح الناتجة عن فارق الاسعار بين السوق المحلي والسوق الخارجي ، فيتم شراء الاسهم المحلية الارخص سعرا وبيع شهادات الايداع GRS في نفس الوقت ، ثم تحويل الاسهم المحلية المشتراه الي شهادات ايداع GRS للحفاظ علي كمية الشهادات GRS التى يملكها[٢].

---

(١) شهادة الإيداع تعادل السهم ذاته ، والفرق الوحيد هو أن تداولها يتم فى أسواق أجنبية ، وقد يختلف معامل التحويل من شهادات إيداع إلى أسهم من شركة إلى أخرى ، وذلك حسب شروط الإصدار ، فعلى سبيل المثال كل سهم من أسهم شركة المجموعة المالية هيرميس يعادل شهادتين إيداع دولية ، وكل سهم من أوراسكوم تليكوم يعادل شهادة واحده ..... وهكذا .

(٢) يمكن للمستثمر بيع الأوراق المالية – DRS دون وجود رصيد سابق له لتلك الورقة وهو ما يعرف بالبيع على المكشوف SHORT SELLING ، لتوافر إليه إقراض الأوراق المالية ثم يقوم المستثمر بإعادة شراء شهادات الإيداع لاحقاً عند انخفاض سعرها أو شراء الأسهم المحلية بالسعر الأرخص وتحويلها إلى شهادات إيداع ، ليتم تسليمها لمن أقرضه أياها ويحصل على فارق السعر فى ميعاد التسوية .

كما يمكن للمستثمر أن يقوم بشراء شهادات DRS وإستبدالها باسهم محلية لبيعها في السوق المحلي إذا كان السوق المحلي سعره أعلي في يوم ما.

وعملية البيع والشراء بين الاسهم المحلية وشهادات DRS تسمى بعملية arbitrage [1]. والتي تؤدي في النهاية إلي تقليل فروق الاسعار بين السوقين وإعادة التوازن إليهما مما يقلل من فرص الاربيتراج .

ويتم الرقابة علي DRS من قبل السلطات الرقابية التي تشرف علي الاسواق التي يتم التعامل عليها بها ، بينما يتم الرقابة علي الاسهم المقابلة لشهادات الايداع من قبل السلطة الرقابية المحلية وبالتالي ينبغي التنسيق بين الجهتين لأحكام الرقابة علي التعاملات في ظل تأثر اسعار DRS بالأسهم المحلية والعكس ، وذلك من خلال توقيع مذكرات تفاهم والحصول علي البيانات المطلوبة من كل جهة .

---

(١) عملية المراجحة Arbitrage هى شراء الورقة من سوق وبيعها فى سوق آخر للاستفادة من فروق الأسعار بين السوقين .William F .Sharpe ., Investments p 122, 129 .

## الفصل الثانى
## تنمية سوق السندات فى مصر

**تمهيد :**

إن الحاجة إلى تعبئة رؤوس الأموال لسد حاجة التنمية الاقتصادية ، أصبحت من أولويات الاقتصاديات الناشئة ، ولذلك يتعين على كل من القطاع الحكومى والقطاع الخاص بالبحث عن مصادر تمويل عملية التنمية ، سواء بطرح أسهم ، أو قروض ، أو خصخصة القطاع الحكومي ، أو إصدارات ذات دخل ثابت فى السوق المحلى ، أو من خلال السوق الخارجي بإصدارات عالمية للأسهم أو السندات ، أو قروض خارجية .

وتحظى أسواق السندات باهتمام كبير حيث تمثل إحدى وسائل التمويل الهامة للقطاعين الحكومى والخاص ، وذلك لتميز السندات عن غيرها من أدوات الأسواق المالية المختلفة ، وتضم أنواعاً مختلفة تتباين فى مصادرها وفتراتها وتخضع عوائدها لمعايير مختلفة .

ولقد زادت أهمية الاستثمار فى السندات باعتبار أن الاستثمار فيها يعد أكثر أماناً من الاستثمار فى الأوراق المالية الأخرى نظراً لقلة تقلبات أسعارها ، ونظراً لضعف سوق السندات فى مصر والحاجة إلى تطويره لذلك نعالج تنمية أسواق السندات فى مصر على النحـــو التالي :

المبحث الأول : مفهوم السندات وخصائها وأهميتها الاقتصادية

المبحث الثاني : أنواع السندات

المبحث الثالث : طرق طرح السندات

المبحث الرابع : توصيف سوق السندات فى مصر

المبحث الخامس : مقترحات لتنشيط سوق السندات

## المبحث الأول
## مفهوم السندات وخصائصها وأهميتها الاقتصادية

**أولاً – مفهوم السندات :**

عرف رجال القانون والاقتصاد السندات بتعريفات عديدة نذكر منها ما يلى :

- السند عبارة عن "صك" قابل للتداول ، يعطى صاحبه الحق فى الفائدة المتفق عليها ، بالإضافة إلى قيمته الاسمية عند انتهاء مدة القرض [١].
- وكذلك عرف بأنه ( صك يمثل ديناً على الجهة التي أصدرته سواء كانت إحدى الشركات أو هيئة حكومية ، ويتعلق بقرض طويل الأجل )[٢].

ويبين لنا أن السند هو صك يمثل عقداً أو التزاماً يتعهد بموجبه المصدر (Borrower) سواء أكان شركة أو هيئة عامة أو حكومة بتقديم مدفوعات إلى حامل السند (Lender) والتى هى فائدة Interest أو Coupon يتم تحديدها مسبقاً على فترات متفق عليها ولمدة محددة ، وفى نهاية المدة يتعهد المصدر بدفع أصل المبلغ The Principal أو القيمة الاسمية Par Value .

**ثانياً – خصائص السندات :**

تتميز السندات بخصائص متعددة أهمها :

١ – السند يمثل دين على الجهة المصدرة له (حكومة – شركة – مؤسسة) ، ويعد حامله دائناً لتلك الجهة ، ومن ثم فالسند ليس صك مشاركة أو ملكية .

٢ – تصدر السندات بآجال محددة تلتزم الجهة المصدرة برد قيمتها خلالها وعادة تتراوح مدة السندات بين ٥ سنوات و٣٠ سنة ، وإن كان يمكن أن تصدر لمدة أقل أو أكثر [٣].

---

(١) راجع الأستاذة الدكتورة / سميحة القليوبى ، الشركات التجارية ، ص ٥٤١ .

(٢) راجع د. عبد الحميد قنديل ، محاسبة البنوك التجارية ، ص ٥٢٧ ، دار الطباعة الحديثة ، ١٩٦٦ .

(3) - David M. Weiss, After the Trade is made: processing securities Transactions, p 169.

- Series7 Securities Manual NY: NASD investment company products, 1987, p. 17.

٣ – القابلية للتداول سواء فى الأسواق المنظمة أو غير المنظمة OTC.

٤ – يحصل حامل السند على فائدة ثابتة فى مواعيد محددة ، دون النظر إلى أرباح أو خسائر المصدر ، ويتم سداد الأصل فى أجل استحقاقه .

٥ – حق الأولوية فى الحصول على قيمة السند قبل حملة الأسهم فى حالة الإفلاس أو التصفية .

٦ – قابلية الاستدعاء أو الاسترداد والتى بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات أن تشترط إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإلغائها قبل الموعد وفق الشروط المتفق عليها ، وعادة ما تكون هناك علاوة استرداد وتقل هذه العلاوة كلما اقترب موعد طلب السداد من تاريخ استحقاق السند ، وهذه الخاصية يمكن أن تصاحب السندات ذات الفائدة الثابتة أو ذات الفائدة المتغيرة إلا أنها ذات أهمية خاصة لمصدر السند فى حالة السندات ذات الفائدة الثابتة حتى يتفادى دفع فوائد تزيد عن المعدل السائد فى السوق إذا انخفضت الفوائد بعد إصدار السندات ، وفى هذه الحالة يستطيع المصدر أن يطلب السداد ويقوم بإصدار سندات جديدة بسعر الفائدة السائد فى السوق وقت الإصدار الجديد [١].

وبالرغم من هذه الخصائص التي تميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية إلا أن السندات تتفق مع الأسهم فى بعض الأمور منها القابلية للتداول بالطرق التجارية ، وأن السند والسهم غير قابلين للتجزئة ، وأن السند وسيلة تمويل خارجى (تدبير رأس مال مقترض) ، والسهم وسيلة تمويل داخلى (رأس مال مملوك)[٢].

---

(١) الأستاذ الدكتور / هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر ، ٢٠٠٣ ، ص ١١١ .

(٢) لمزيد من التفصيل حول خصائص السندات يمكن الرجوع إلى : شركات الأموال ، د. على عوض ، ص ٦٨ ، محاسبة شركات الأموال . د. حلمى عبد الفتاح ود. سيد أحمد ، ص ٩٢ .

## ثالثاً – الأهمية الاقتصادية لأسواق السندات :

تتعدد المزايا التى تعود على الاقتصاد من تنشيط أسواق السندات ، حيث تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الحيوية لعملية التنمية الاقتصادية سواء للقطاع الحكومى أو القطاع الخاص ، بالإضافة إلى وجود سوق نشط للسندات ييسر على البنك المركزى إدارة السياسة النقدية للاقتصاد من خلال إتاحة أدوات أكثر مرونة وفاعلية مثل عمليات السوق المفتوحة ، إلى جانب توفير فرص جاذبة للمستثمرين والوسطاء والشركات وهو ما ينعكس فى النهاية على تنشيط سوق الأوراق المالية ، ونتناول فيما يلى المزايا وذلك على التفصيل التالى :

### ١ – مزايا السندات الحكومية :

تعتبر السندات الحكومية من أهم الأدوات التى تستخدمها الحكومات لتغطية العجز فى موازنتها أو القيام بتمويل المشاريع القومية مثل البنية الأساسية ، حيث أن قاعدة الاختيار متسعة أمامها فى إصدار سندات بمعدلات عائد ذات آجال مختلفة ، بما يمكنها من الحصول على أقل تكلفة بين البدلات المتاحة ، وتشير التجارب الدولية إلى اعتماد كثير من حكومات الأسواق الناشئة على السندات فى التمويل مثل سندات الحكومة المركزية فى تايوان وماليزيا والصين [1].

كما أن السندات أداة هامة فى توجيه السياسة النقدية فى البلاد ، حيث تعد أداة هامة من أدوات إدارة السيولة والسياسة النقدية فهى تيسر تحكم البنك المركزى فى المعروض النقدى من خلال عمليات السوق المفتوحة .

(1) Erik Banks, Emerging Asian Fixed Income Markets Macmillan, 1994, p. 35, 143, 261.

تعد السندات الحكومية هى القاعدة الأساسية لباقى الإصدارات فى الدولة ، حيث أن سعر الفائدة والعائد على الأوراق المالية الحكومية يمثل مؤشر Benchmark Issue تستند إليه شركات القطاع الخاص عند إصدار السندات ، كما تقدم هذه النوعية من السندات الخبرة والمعرفة اللازمة لجعل سوق سندات الشركات أكثر كفاءة .

**٢ – مزايا السندات بالنسبة للشركات المصدرة :**

تعد السندات أحد مصادر التمويل التى يمكن للشركات أن تلجأ إليها ، سواء فى السوق الحلى أو من خلال الإصدارات العالمية . فلا تستطيع أى شركة أن تحقق النمو فى عملياتها الجارية والاستثمارية بدون الاعتماد على التمويل ، والذى يجب استخدامه بحكمة وبشكل اقتصادى فى ضوء مبدأ التكلفة والعائد ، وأن التمويل من خلال السندات أفضل من التمويل من خلال القروض المصرفية حيث أن السندات آجالها أطول من القروض البنكية ، وتُجنب تعرض الشركات من مخاطر عدم تجديد القرض ، وأيضاً تجنب القيود المفروضة على منح القروض ، هذا فضلاً عن الإعفاء الضريبى على أسعار الفائدة التى تدفع للسندات وذلك فى جميع أنحاء العالم ومنها مصر .[١] فى حين يتم توزيع الأرباح (للأسهم) بعد خصم الضرائب .

**تكلفة السند = سعر الفائدة (١ – المعدل الحدى للضرائب)**

فكلما ارتفع معدل الضريبة ، كلما أدى ذلك إلى انخفاض تكلفة التمويل (السندات) ، وبالتالى يؤدى إلى ارتفاع قيمة المنشأة ، هذا فضلاً عن أن إصدار السندات لا يعطى لحملة السندات الحق فى التدخل فى إدارة الشركة أو إختيار مجلس الإدارة أو التصويت فى الجمعية العامة .

---

(١) تعفى السندات وصكوك التمويل الصادرة من الشركات المقيدة بالجدول الرسمى من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار والدمغة النسبية السنوية ، كما يعفى عائد هذه الأوراق من ضريبة إيرادات رؤوس الأموال المنقولة ومن الضريبة العامة على الدخل ، المادة ١٤ من قانون سوق رأس المال ، الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ، وتأكد هذا الإعفاء بموجب القانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ بإصدار قانون الضريبة على الدخل المادة رقم ٨/٥٠ .

### ٣ - مزايا السندات بالنسبة للمستثمر :

تقدم السندات مزايا عديدة للمستثمرين سواء كانوا أفراد أم مؤسسات من خلال التنوع فى تكوين محافظ الأوراق المالية ، من خلال توفير أدوت مختلفة المخاطر والشروط لتخدم أغراض المستثمرين ، كما أنها توفر لهم عائد بأقل درجة مخاطر ، كما أن وجود السندات بجانب الأسهم يؤدى إلى ما يعرف بالمشتقات مثل سوق العقود المستقبلية والاختيارية والتى تعتبر خليط من الأسهم والسندات وتعد أدوات أساسية لإدارة المخاطر وتجنبها Hedging [١].

---

(١) الجمعية المصرية للأوراق المالية ، مقدمة عن الأسواق المالية فى مصر ، ص ٢٣ .

## المبحث الثاني
## أنـــواع السنـــــدات

توجد العديد من السندات المنتشرة فى اقتصاديات الدول المتقدمة والتى يمكن للمصدر الاختيار من بينها بما يتفق مع ظروفه ويتطابق فى الوقت ذاته مع رغبات المستثمرين ، وتنقسم السندات إلى أنواع عديدة باعتبارات وحيثيات مختلفة .

### أولاً – من حيث الجهة المصدرة :

تنقسم السندات باعتبار مصدرها إلى نوعين رئيسيين : سندات حكومية وسندات شركات .

### ١ – السندات الحكومية : Governement Bonds

هى صكوك المديونية التى تصدر عن الحكومة أو المصالح أو الهيئات الحكومية لتمويل الإنفاق العام ، وتكون مضمونة من الحكومة [١].

ورغم أن السندات الحكومية ما هى إلا عقد بين المقترض (الحكومة) والمقرض( المستثمر حامل السند) ، إلا أنه نظراً لما يترتب عليها من تحمل المجتمع بعبء سداد القرض والفوائد فقد استقرت النظم على عدم جواز إصدارها إلا بقانون ذلك أن الضرائب هى المصدر الأساسى لتمويل عبء الدين الناتج عن السندات ولما كانت الضرائب لا تفرض إلا بقانون فكان لابد أن يكون إصدار السندات بقانون كذلك ، وقد أكد الدستور المصرى الصادر عام ١٩٧١ فى مادته ١٢١ على عدم جواز عقد السلطة التنفيذية القروض إلا بموافقة مجلس الشعب .

هذا وتتنوع السندات الحكومية إلى أنواع متعددة من حيث المزايا والخصائص أهمها ما يلى :

---

(1) New York stock Exchange, Glossary of Terns & Acronyms, p 13.

**أ – سندات الدولة :**

والتى هى وثائق الدين طويلة الأجل تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد فى الميزانية [١].

وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما يتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية (الرسوم والضرائب ودخول الدومين العام) ، وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلاً من الإصدار الجديد لتمويل هذا العجز .

**ب – سندات المؤسسات الحكومية :**

وهى السندات التى تصدرها الهيئات العامة والبلديات والمدن لتمويل إنفاقها ومشاريعها وعادة ما تصدر لآجال طويلة مما يعرضها لمخاطر التضخم والتغيرات التى تطرأ على أسعار الفائدة ، إلا أنها تتميز بانخفاض معدل معامل درجة المخاطرة ومنها سندات البلدية (Municipal Bonds) فى الاتحادات الفيدرالية والاتحادية مثل الولايات المتحدة الأمريكية [٢].

---

(١) د/ عاطف وليم أندراوس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لأقتصاد السوق ، ص ٢٠ .

(٢) هناك نوعين من السندات المذكورة وهما : سندات إجبارية عامة General Obligation Bonds والتى تضمن بالنفوذ الضريبى للإدارة المصدرة لها . وسندات العوائد Revenue Bonds وهى تضمن من خلال إمكانية الحصول على عوائدها من مشروع معين تستخدم السندات المعنية فى تمويله وقد تصدر تلك السندات لحاملها Bearer Bonds ، ومن ثم تدفع الفوائد لحامل السند ويطلق عليها حينئذٍ سندات بكوبون Coupon Bonds ، وقد تكون اسمية Registered Bonds ، ومن ثم تصدر الفوائد بشيكات باسم المشترى وينص القانون على إعفاء من الضرائب غير أن الإعفاء يقتصر على الدخل المتولد من الفوائد دون الأرباح الرأسمالية .

Robinson and Wrights man, 1914, p. 259.

مشار إليه د. منير هندى ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ١٩٩٩ ص ٥٠ .

### جـ - سندات الخزينة : Treasury Bonds

وهى سندات تصدرها الحكومات وذلك لتغطية احتياجات نقدية خلال السنة المالية ، وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر أو ستة أشهر إلى سنة أو سنتين ، وتقدمها للبنك المركزى كغطاء للإصدار النقدى ، وتتميز بسيولتها تبعاً لقصر آجلها وثبات قيمتها نسبياً وقابليتها للتداول ، مما يجعلها رغم انخفاض فائدتها من أفضل أدوات الاستثمار قصير الأجل ، فضلاً عن كونها أداة جيدة لتنفيذ عمليات السوق المفتوحة ، ولا تحتوى على كوبونات ولكن تخصم الفوائد من قيمتها الاسمية عند الاكتتاب (١).

### د - شهادات الاستثمار : Investment Certificates

هى عبارة عن صك يعطى طالبه (عميل مدخر) القيمة المسماة على الصك والذى يعتبر المبلغ المدخر ، تصدره البنوك - عامة - لصالح الحكومات ويتعهد البنك بموجبها دفع ثمنها أو قيمتها عند الطلب أو فى نهاية المدة المحددة لاستحقاقها وفى مصر يوجد ثلاث أنواع الأولى شهادات ذات قيمة متزايدة تستحق بعد عشر سنوات من تاريخ الإصدار ولا تدفع عنها فوائد دورية ، والثانية ذات العائد الجارى وتدفع عنها فائدة دورية كل ستة أشهر ، والثالثة شهادات الاستثمار ذات الجوائز ولا تدفع عنها فوائد دورية ولا فى نهاية مدتها وهى عشر سنوات وإنما تدخل سحب نصف شهرى فإذا فازت فى السحب يستحق صاحبها جائزة وجميع هذه الشهادات معفاة من الضرائب (٢).

---

(١) تنقسم سندات الخزينة بصورة عامة إلى ثلاثة أنواع رئيسية فى الأسواق المالية العالمية :

أ - أذونات الخزينة (Treasury Bills) تتراوح مدتها ما بين ثلاثة أشهرة وعام .

ب - سندات الخزينة (Treasury Bonds) يتراوح أجلها من سبع سنوات إلى خمسة وعشرين سنة .

جـ- سندات خزانة (Treasury Notes) وأجلها يتراوح مابين سنة وحتى سبع سنوات .

انظر :

Kenneth M. Morris & Alon M. Siegle "Guide to understanding money and investing", (Ligtbib Press 2nd, 1993 N.Y), p. 94.

(٢) انظر : د. أميرة عبد اللطيف ، تنمية المال فى الاقتصاد الإسلامى ، ص ٦٣ ، كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد الثالث ، مايو ١٩٨٨ .

وشهادات الاستثمار الإقبال عليها ضعيف ولم تقم بالدور المنوط بها حيث أنها غير متداولة بالبورصات ولتنشيط وتفعيل هذه الأداة فنرى قيد هذه الشهادات وتداولها بأسواق الأوراق المالية ، وحينئذٍ تكون أكثر جاذبية للمستثمرين وتزيد من نشاط أسواق الأوراق المالية بإدخال أداة مالية ذات مخاطر أقل من غيرها من الأوراق المالية .

### ٢ - سندات الشركات : Corporate Bonds

وهى سندات تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية لتمويل مشاريعها ونشاطاتها وغالباً تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية إلا أنها أكثر تعرضاً لمخاطر الائتمان (Credit Risk) - لا تحظى بضمان الحكومات - والمترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين أو فوائده . وقد تكون اسمية Nominal Bonds أو لحاملها Bearer Bonds [١].

وعليه فإن درجة خطورة هذه السندات ترتبط بالتصنيف الائتمانى للشركة المصدرة لها . وهذا ما يجعل عملية إصدارها تتركز فى شركات متميزة بقدراتها الائتمانية العالية نسبياً .

وقد أحسن المشرع المصرى عندما أجاز للشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدار سندات وصكوك تمويل متنوعة ، لمواجهة الاحتياجات التمويلية للشركة أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها ، بشرط تقديم شهادة بالتصنيف الائتمانى والتى لا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات التى ترتبها السندات أو الصكوك [٢].

---

(1) NASD & university of Roading, ceritificatecapita Market and compliance, Cairo, Egypt 26-30,Nov 2006, p4.

(٢) المادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمستبدلة بقرار وزير الاقتصاد رقم ٥٨٦ لسنة ٢٠٠٠ ، الوقائع المصرية ، العدد ٢٢٠ (تابع) فى ٢٠٠٠/٩/٢٦ .

**٣ – سندات المؤسسات الدولية :**

كالبنك الدولى والتى يجرى إصدارها وتداولها فى مختلف الأسواق المالية عبر المؤسسات المصرفية المختلفة ، ويمكن عن طريق هذه السندات تجميع المدخرات فى فترات توافر الفوائض المالية المتاحة للدول المصدرة للبترول ، لإمكان توفير تمويل يقدم لتغطية العجز (فى موازين المدفوعات) للدول التى هى بحاجة إليها [١].

**ثانياً – تصنيف السندات من حيث الضمانات :**

**١ – سندات مضمونة : Secured Bonds**

هى سندات تصدر بالقيمة الاسمية ، تخول صاحبها الحق فى الحصول على فوائد ثابتة ، إلا أن ما يميزها هى كونها مضمونة إما بضمان شخصى مثل كفالة الحكومة أو البنوك ، وإما بضمان عينى عن طريق رهن بعض الأصول الثابتة (عقارات أو ماكينات) أو عن طريق رهن أوراق مالية لشركة أخرى [٢].

**٢ – سندات غير مضمونة : Unsecured Bonds**

وهى سندات لا تحتوى على ضمان لحاملها سوى الحق فى الحصول على المستحقات (الأصل + الفائدة) فى مواعيدها ، إلا أن عائدها عادة أعلى من السندات المضمونة .

---

(١) راجع د. هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، ص ١١٥-١١٦ ، مرجع سبق ذكره .

(٢) أشارت المادة ٥٠ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إلى السندات المضمونة ، ونظمت المادة ١٦٤ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون السندات المضمونة برهن أو كفالة أو بغير ذلك من الضمانات ، وأوجبت أن يتم الضمان أو الرهن أو الكفالة لصالح جماعة حملة السندات ، وأن يتم قيد الرهن قبل فتح باب الاكتتاب العام .

**ثالثاً – تصنيف السندات من حيث سداد الفائدة أو العائد :**

تنقسم السندات بهذا الوصف إلى :

**١ – السندات ذات العائد الثابت : Fixed Rate Bonds**

هى عبارة عن سندات عادية ذات قيمة محددة ، يحصل أصحابها على فوائد ثابتة ، فضلاً عن قيمتها فى نهاية المدة ، وهذه النوعية من السندات يكون سعر الفائدة فيها مرتفعًا وهو ما يرغبه كثير من المستثمرين ، أما بالنسبة للمصدر فهى أداة تمويل مناسبة فى حالة ارتفاع أسعار الفائدة فى السوق والعكس بالعكس .

**٢ – السندات ذات العائد المتغير : Variable Rate Bonds**

خلافاً للأنواع الأخرى من السندات ، لا تدفع هذه السندات سعر فائدة ثابت ولكنها تدفع عائداً متغيراً ، وتحدد فترة الفائدة للإصدار ضمن شروطه ، ويمكن أن تكون شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية ، وتسدد الكوبونات فى نهاية كل فترة وهى تماثل صكوك التمويل السالف بيانها .

ويحدد سعر الفائدة شقين الأول متغير وهو السعر الأساسى Benchmark ويقاس إما على سعر أذون الخزانة ، أو على أساس أسعار الفائدة على الودائع ، أو أسعار الفائدة على الودائع بين البنوك Interbank Deposits ، أو ربطها بمؤشر معين Indexed Linked Bonds أو بمعدل التضخم (سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار) ، وفى لندن ترتبط أسعار الفائدة بسعر Libor ، والشق الثاني وهو الهامش Margin ويكون محدداً مسبقاً ضمن شروط الإصدار وغالباً يكون نسبة ١% زيادة عن معدل العائد على أذون الخزانة لمدة ٩١ يوم أو ٢% زيادة عن معدل التضخم وذلك فى الولايات المتحدة الأمريكية .[1] ويتحدد طبقاً للمعادلة الآتية :

(1) Lawrence D. Schall & Charles W. Halcy, Introduction to Financial Management, (New York: McGraw, Hillco, 1988), p. 694.

**معدل الفائدة = سعر الأساس + الهامش** [1].

وهذه النوعية أكثر ثباتاً فى أسعارها تبعاً لأسعار الفائدة فى السوق وتتداول فى أسواق الأوراق المالية حول القيمة الاسمية (١٠٠%) وبالتالي لا تسبب خسائر أو أرباح رأسمالية للمستثمر ، وبالنسبة للمصدر فإنها أداة تمويلية أفضل فى الأسواق المتقلبة فيها أسعار الفائدة أو الأسواق المتوقع أن تشهد انخفاضاً فى أسعار الفائدة فيها مستقبلاً ، وبذلك يضمن أن يسدد فوائد تتماشى مع أسعار الفائدة فى الأسواق .

### ٣ - السندات الصفرية : Zero Coupon Bonds [2]

هى سندات لا تدفع كوبونات (فوائد) طوال مدة السند ، ولذلك فهى تصدر بخصم كبير على قيمتها الاسمية ، على أن يتم استردادها عند الاستحقاق بكامل القيمة الاسمية .

والميزة الأساسية أنها تمكن المستثمر من تجنب مخاطر إعادة الاستثمار Reinvestment Rate risk . إذاً من المعروف أن السند العادى يولد فوائد حتى تاريخ استحقاقه ، وبالتالى فإن هذه المدفوعات التى يحصل عليها قد تولد له مخاطرة وهى أن معدلات الفائدة قد تنخفض وأيضاً تناسب صغار المستثمرين حيث أنها تتطلب مبالغ صغيرة للاستثمار فيها ، وبالنسبة للمصدر وسيلة جيدة لتمويل المشروعات ذات الآجال الطويلة والتى لها إيرادات ضعيفة فى سنوات التشغيل الأولى ، وخلال هذه الفترة لن يكون المصدر فى حاجة إلى خدمة دين (الفوائد) ، وبالتالى تكون التدفقات النقدية للشركة المقترضة أكثر إيجابية .

---

(١) على سبيل المثال فإن الفائدة على سندات الشركة المصرية للاتصالات ذات العائد المتغير خلال الفترة من ٢٠٠٦/٩/١ إلى ٢٠٠٦/١١/٣٠( ٩,٧% ) حيث أن سعر الإقراض والخصم المعلن من البنك المركزى المصرى تبلغ ٩% وتم إضافة Margin ٠,٧% طبقاً لشروط الإصدار ليصبح إجمالى العائد على هذه الشريحة ذلك العائد المتغير لتلك الفترة ٩,٧% . المصدر : جريدة العالم اليوم ، العدد الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٩/٦ .

(٢) أ.د / منير هندى ، الفكر الحديث فى إدارة المخاطر : الهندسة المالية بإستخدام التوريق ، منشأة دار المعارف ، الاسكندرية ، بدون سنة نشر ، ص ٢٨٣ وما بعدها .

ويتفرع من هذا النوع أيضاً السندات ذات الفائدة المؤجلة Deferred Interest Bonds ، وهى سندات لا تقوم الشركة المصدرة بدفع الفوائد المستحقة لفترة تتراوح ما بين ثلاث سنوات إلى سبع سنوات ، لذلك تباع بخصم كبير Deep Discount والسندات المتجردة من المخاطر Strips[1] وهى سندات تصدرها الخزانة الأمريكية خالية من مخاطر عدم السداد .

**٤ – السندات ذات الكوبون المتزايد : Setp- up Bonds**

ويتميز بدفـــع الكوبون للمستثمر ولكن هذا الكوبون يكون منخفضاً لفترة محددة ، ثم يتزايد ليصل إلى كوبون مرتفع ، وعلى سبيل المثال إصدار سندات لمدة خمس سنوات بفائدة ٤% لمدة سنتين ، و٦% عن الثلاث سنوات الأخيرة [2].

**رابعاً – تصنيف السندات من حيث تسجيل الملكية :**

**Ownership Registration**

**١ – سندات مسجلة : Registered Bonds**

وهى عندما تحتفظ الشركة لديها بسجلات لملاك السندات وتدفع الكوبونات الدورية فى المواعيد .

**٢ – سندات لحاملها : Bearer Bonds**

وذلك فى حالة عدم احتفاظ الشركة المصدرة بأى سجلات للملكية ، وحينئذٍ تصرف الكوبونات عن طريق قطع الكوبون الملحق بالصك والتوجه لصرفه من خلال الشركة ، وقد أجاز المشرع المصرى أن تصدر السندات لحاملها بموجب المادة ٣٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ وتكون قابلة للتداول وفقاً للمادة ١٠٠ من ذات اللائحة ، وتتداول بالمناولة أي من يد إلى يد .

---

(١) هذه الكلمة مركبة من حروف الكلمات الآتية :

Separate Trading Of Registered Interest Principle Securities (www. investopedia. Com/ Dictionary )

(٢) www. investopedia.com./ Dictionary .

**خامساً – تصنيف السندات من حيث الحقوق :**

**١ – سندات حق المشاركة : Participating Bonds**

تعطى صاحبها حق الحصول على العائد الثابت الذى تغله ، بالإضافة إلى جزء أيضاً من أرباح الشركة إذا حققت الشركة أرباح بمستوى معين ، وإذا لم يتحقق الشرط فليس للمستثمر إلا النسبة الأولى .

**٢ – سندات ذات الدخل أو الإيراد : Income or Revenue Bonds**

تتمشى هذه السندات إلى حد كبير مع البنوك الإسلامية ، إذ لا يجوز لأصحابها المطالبة بالفوائد إلا فى السنوات التى تحقق فيها أرباح ، ومع ذلك قد تتضمن شروط إصدارها بأن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من خلال أرباح سنة لاحقة Cumulative Provision ، وقد تتضمن حق السداد المعجل دورياً Sinking Fund أو التحويل إلى أسهم عادية Convertibles ، وهذه السندات عادة ما يكون تاريخ استحقاقها طويل الأجل ، ومن مزاياها أن الفوائد الخاصة بها يتم طرحها من الضرائب [١].

**٣ – سندات ذات الجوائز :**

هى سندات عادية بفائدة أقل غالباً من الفائدة على السندات العادية حيث تجرى عليها قرعة فى صورة سحب دورى تمنح السندات الفائزة جوائز مالية أو مزايا غير مالية ، وقد تصدر بدون فوائد ، ويكتفى بالجائزة فى السحوبات التى تتم بشكل دورى [٢] ، ومن هذه الجوائز أن تكون الأولوية فى الحصول على تأشيرات وتكاليف الحج ، أو الحصول على شقة من مساكن الشباب .

---

(1) George A. Argon, Financial Management (Boskon: Allyn & Bacon, 1989), p. 113.
(2) www. Investors Dictionary.com/.

## سادساً – تصنيف السندات من حيث الأحكام الاختيارية :

### ١ – سندات قابلة للتحويل إلى أسهم : Convertible Bonds

وهى تلك التى يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للشركة المصدرة للسند وذلك وفقاً للشروط المحددة عند الإصدار ، وغالباً ما تصدر بفائدة أقل من أسعار الفائدة التى تمنحها السندات العادية لنفس فترة الاستحقاق ، وذلك بسبب ميزة التحويل التى يتمتع بها .

وقد أجاز المشرع المصرى إصدار هذه النوعية من السندات وبشرط أن يتم التحويل بعد مضى سنتين من تاريخ الإصدار ، ولمالك السند الخيار فى قبول التحويل فى المواعيد المعلنة فى نشرة الإصدار ، ولا يجوز أن تتجاوز هذه المواعيد الآجال المحددة لاستهلاك السندات ولمساهمى الشركة الحق فى الأولوية فى الاكتتاب فى هذه السندات [١].

وتهدف الشركة المصدرة من وراء ذلك إلى هدفين الأول زيادة رأس المال المقترض بفائدة أقل من سعر الفائدة السائد فى السوق ، والثانى زيادة رأس المال المصدر من خلال إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، لذلك توفر مصدر تمويل دائم بتكلفه أقل .

أما من وجهة نظر المستثمر فتسمح شروط السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بالتمتع باستثمار ذو عائد محدد تنخفض فيه درجة المخاطرة ، بالإضافة إلى توافر فرصة تحقيق مكاسب رأسمالية إذا ما ارتفع سعر السهم السوقى للشركة المصدرة للسندات مما يجعل معدل تبادل السندات بالأسهم Conversion Ratio مربحاً لحامل السند ، وفى نفس الوقت إذا لم ترتفع قيمة السهم للشركة المصدر فى السوق يمكن للمستثمر أن يحتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه مع تمتعه بالفوائد الدورية .

---

(١) المادة (٥١) من القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ ، والمواد (٩٦) إلى (٩٩) من لائحته التنفيذية .

**٢ – السندات القابلة للاستبدال : Exchangeable Bonds**

لا تختلف كثيراً عن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، إلا أن السهم محل الاستبدال هو لشركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند ، وعادة ما تكون أسعار الفائدة على هذه السندات أقل من أسعار الفائدة على السندات العادية بسبب ميزة الاستبدال ، وأن الشركة التى تصدر هذه النوعية من السندات عادة ما تتميز بمركز مالى قوى وتستحوذ على عدد من الشركات الأخرى والتى يمكن ان تستبدل بها تلك السندات ، فإن سعر الاستبدال Exchange Price ومعدل الاستبدال Exchange Ratio يتحددان وقت الإصدار واستحدثت هذه السندات فى الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٨٦ (١).

**٣ – السندات القابلة للتحول إلى سندات أو مقايضة السندات Bonds Swap :**

هى عبارة عن مبادلة أو مقايضة Swap إصدار معين من السندات فى مقابل إصدار آخر مثل مبادلة سندات بأسعار فائدة ثابتة بسندات من إصدار آخر سندات بأسعار فائدة متغيرة أو العكس (٢).

**٤ – سندات يحق للمصدر طلبها : Callable Bonds\Borrower's Option**

إن الجهة المصدرة لهذه السندات يحق لها السداد المعجل ، وذلك مقابل علاوة Premium تفوق سعر الإصدار وذلك بعد مدة معينة من إصدار السندات ، ويجب أن يحدد مقدار العلاوة والمدة بنشرة الإصدار (٣).

تكمن فائدة هذه السندات فى أنها تساعد المصدر على مقابلة تقلبات سعر الفائدة إذا تحركت أسعار الفائدة إلى معدلات تقل عن المعدلات التى تم بها الإصدار .

---

(١) راجع الأستاذ الدكتور / منير هنيدى ، الفكر الحديث فى إدارة المخاطر ، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات .. ، منشأة المعارف بالإسكندرية ، بيروت ، سنة نشر .

(2) www. Investors Dictionary.com/..

(3) David M. Weiss, After the Trade is made: processing securities Transactions, p 169.

إلا أن هذه السندات تزيد من المخاطر التى تواجه المستثمر ، حيث يحق للمصدر القيام باستدعاء كلى أو جزئى للإصدار للسداد المبكر عند سعر محدد مسبقاً قبل انتهاء عمر السند ، وقد يكون له استخدام الحق فى أى وقت طوال عمر السند وقد تكون إمكانية السداد مؤجلة حتى تاريخ محدد ومن بعده يحق للمصدر ممارسة هذا الحق ، وبحيث يتم السداد المعجل فى أى تاريخ من تواريخ سداد الكوبونات التالية لهذا التاريخ المحدد .

وغالباً يتم تحديد السندات التى ستسدد معجلاً بواسطة إجراء سحب على أرقامها Lottery فى حالة إذا كانت صادرة فى صورة صكوك ، أما إذا كانت مقيدة دفترى – محفوظة مركزى – فيتم إجراء القرعة على أسماء حائزيها .

**٥ – سندات محدد لها جدول للسداد : Sinking Fund**

يتم النص على جدول السداد فى نشرة الإصدار وغالباً يقوم المصدر بسداد الجزء من الإصدار بشكل منتظم ودورى (عادة سنوياً) . وهذا الشرط يمكن المصدر من الحصول على تمويل بشروط أفضل من حيث سعر الكوبون لانخفاض متوسط عمر السند عن أجله الفعلى ، ويفيد المستثمر إذ يحميه من مخاطر عدم الوفاء فى نهاية مدة السند [١].

**٦ – سندات لها مدة الاستمرارية :**

وهى سندات ليس لها مدة استحقاق محددة ولكن تخول لصاحبها الحق فى استرداد قيمتها بإرادته المطلقة وقتما يشاء .

---

(١) www. Investors Dictionary.com/..

٧ – السندات القابلة للبيع : Put able Bonds / Lender's Option

يسمح هذا السند للمستثمر بإرجاعه إلى الجهة المصدرة له مقابل حصوله على نفس القيمة الاسمية ، وطالما يتميز بهذه الخاصية ، فإن معدل العائد عليه يكون أقل من عائد السند العادى ، وتحقق هذه السندات مزايا لكل من المستثمر والشركة المصدرة إذ تحمى المستثمر من المخاطر الناتجة عن ارتفاع الفائدة السوقية مقارنة بسعر الفائدة على السندات الأخرى وبالنسبة للمصدر فإنه يستفيد من انخفاض تكاليف القرض [١].

٨ – السندات المصاحب لها حقوق شراء : Bonds With Warrants

هذه السندات تمنح حاملها حق شراء أسهم فى الشركة المصدرة فى تاريخ لاحق بسعر يحدد عند شراء السند وينتهى حق شراء الأسهم قبل تاريخ استحقاق السند ، ويكون معدل الفائدة عليها منخفض ، وتعويضاً عن الفائدة القليلة فإن المصدر يمنح معها حقوقاً لشراء الأسهم .

ويحقق المستثمر من وراء هذه السندات نوعين من العائد ، الأول الفوائد الدورية (الكوبونات) – عائد مؤكد – ، والثاني شراء السهم بقيمة أقل من القيمة السوقية وذلك إذا ارتفعت أسعار أسهم الشركة إلى مستوى يفوق سعر السهم المعروف فى الصك Warrants .

ويفيد هذا النوع من السندات المصدر إذ يضمن توفير الأموال المطلوبة عند الحاجة إليها . فإذا حققت الشركة نمواً وارتفعت القيمة السوقية لأسهمها عن مستوى سعر التنفيذ ، فإنه من المتوقع قيام المستثمرين حاملى سنداتها باستخدام حقوق الشراء Warrants لشراء هذه الأسهم بالسعر المتفق عليه مسبقاً . مما يوفر للشركة الموارد المطلوبة أو جزء منها على الأقل . أما إذا لم ترتفع القيمة السوقية لأسهمها فإن حاملى السندات يحتفظون بها فى هذه الحالة ، وأيضاً تتيح قرض للشركة المصدرة لتصريف إصداراتها من الأسهم العادية فى المستقبل دون تكبد تكاليف إصدار مخاطر التغطية [٢].

---

(1) Schall & Haley, Op.Cit, p. 695.

(٢) راجع الأستاذ الدكتور / منير هنيدى ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٦٢ ، ٣٦٣ .

وهذه السندات تشبه فى طبيعتها حقوق اختيار الشراء Call Option إذ تعطى حامل الصك الحق فى شراء عدد من أسهم الشركة مستقبلاً بسعر يحدد عند إصدار السند ، بمعنى أنه على عكس حقوق اختيار الشراء تستطيع الشركة المصدرة تغيير شروط تلك الصكوك فى أى لحظة تريدها Stepped up ، لحث حملتها على تنفيذها دون انتظار لفترة طويلة .

ويوجد نوعين من هذه السندات الأول يمكن تداوله بذاته Detachable Warants والثانى يتداول مع السند المصاحب له Non-Detachable Warrants

وتختلف هذه السندات عن السندات القابلة للتحويل إذ يتوقع أن يسدد السند فى تاريخ الاستحقاق بصرف النظر عن قيام حامل السند باستخدام حقوق الاكتتاب الممنوحة له Warrants مع السند فى شراء أسهم الشركة أم لا (١).

ما ذكرناه من أنواع السندات السابقة كانت مندرجة تحت صنف معين ، إلا أن هناك العديد من السندات لم يتم إدراجها ضمن التصنيفات السابقة . ولذا أذكر هذه الأنواع من الابتكارات مع توضيح خصائصها فى السطور التالية :

**١ - السندات الرديئة : Junk Bonds**

تعرف هذه السندات بأنها أوراق مالية مرتفعة العائد ، تصدر عن الشركات الصغيرة والشركات التى لا تستطيع أن توفى بمتطلبات الإصدار ودرجة الجدارة الائتمانية المطلوبة للإصدارات العادية باعتبارها سندات منخفضة الجودة فى سلم ترتيب وتصنيف السندات ، وعادة يطلق عليها اصطلاح "السندات ذات العائد المرتفع" high-yield bond ، وتدخل ضمن رتبة المضاربة Speculalive Grade ، فالمستثمر فيها تتعرض أمواله لدرجة مخاطر عالية وبناء على ذلك تقدم له عائد مرتفع يعوض هذه المخاطر (٢).

(1) Brgham, "Fundamentals of Financial Management", The Dryden Press, 5th Ed.), 1989, p. 571.

(2) Fabozzi Frank J. & Modigliani, Franco. Capital Markets: Institutions and Instruments, New Jersy, Prentice - Hail, Inc., 1996, p. 523.

وتستخدم هذه السندات فى عملية إعادة الهيكلة المالية للشركات ، وبالذات تمويل عمليات شراء الشركات بواسطة مديرها ومجموعة من المتخصصين فى هذه العمليات ، والتى تعرف باصطلاح Leveraged Buy - Outs (LBO) [١].

**٢ - الأوراق المالية المدعومة بأصول أخرى :**

**Other Asset-Backed Securities (ABS)**

ويقصد بها عملية توريق الديون Securitization من خلال إصدار سندات بضمان الأصول ، وقد تكون هذه الأصول قروض بيع السيارات ، وديون شراء المنازل ، وديون بطاقات الائتمان ...الخ ، وبالتالى تحويل الديون إلى أوراق مالية تتداول فى البورصات .

ونظراً لأهمية هذا الموضوع ودخول عمليات التوريق فى السوق المصرى فى عام ٢٠٠٦م فإننا سوف نتناولها بشيء من التفصيل ونفرد لها باب مستقل .

**٣ - السندات المضمونة من طرف ثالث :**

فى عام ١٩٩٨م أصدرت شركة لكح جروب ش.م.م سندات عادية ولكن بضمان بنك تجارى لسداد الفوائد والقيمة الاسمية للسند فى تواريخ استحقاقها ، أنه بمعنى إذا تعرضت الشركة المصدرة للسند لمخاطر التوقف عن السداد Default Risk ، يستطيع حامل السند مطالبة البنك الضامن بالفوائد وأصل الدين فى تواريخ الاستحقاق .

وتحقق هذه النوعية مزايا للمستثمرين حيث يكون وكأنه استثمر فى وديعة بنكية ولكن بأسعار فائدة أعلى ، وبالنسبة للمصدر فعلى الرغم من أن أسعار الفائدة على هذه السندات أعلى من أسعار الودائع البنكية ، إلا أنه يتوقع أن تكون أقل من الحصول على قرض من مؤسسة مالية أخرى ، وبالنسبة للبنك الضامن فإنه لابد وأن يحصل على مقابل الضمان فى ظل قاعدة أنه لا غذاء بدون مقابل [٢].

---

(١) د. محمود صبح ، الابتكارات المالية ، الطبعة الأولى ، بدون دار نشر ، ١٩٩٨ ، ص ٩٥ .
Charles p. Jones, "investments Analysis and management," Ninth edition, 2004, p.37

(٢) د/ منير هندى ، مرجع سبق ذكره .

هذه هى أهم أنواع السندات الموجودة فى الأسواق العالمية ، ولا تزال المؤسسات المالية والاقتصادية والقانونية تستحدث كل يوم أدوات مالية وتتفنن فى ابتكار أنواع جديدة من الأوراق المالية ، وأن إصدار السندات بأنواع مختلفة هى إحدى الوسائل المجدية لجذب المستثمرين فى تلك المؤسسات أو الشركات .

وهنا يمكن القول بأن سوق السندات أكثر تنوعاً فى أدواته المالية عن باقى الأوراق المالية الأخرى ، إلا أنه ينبغى التنويه بأن السندات لا ترتبط بنشاط الجهة المصدرة سلباً أو إيجاباً ، وعلى هذا اتفق الاقتصاديون على تكييف السندات بأنها وثيقة دين ، ومن ثم يعامل مالك السند كمقرض ودائن وليس مالك أو مشارك .

## المبحث الثالث

## طرح وتداول السندات الحكومية فى أسواق السندات العالمية

تعد أذون الخزانة من أهم الأدوات التى تستخدمها الحكومة من أجل تحقيق أهدافها من السياسات النقدية والمالية ، ويعد سوق السندات الحكومية سوقاً مهمة للغاية ، ليس للمشاركين فيه فحسب وإنما كذلك للشركات حيث يمثل المصدر الرئيسى للأموال طويلة الأجل للحكومة ، وجزء بالغ الأهمية من محفظة الأوراق المالية للمستثمرين – مؤسسات وأفراد – باعتبارها خالية من المخاطر ، هذا فضلاً عن أنها تشكل مقياساً لمعدلات الفائدة التى تدفعها الشركات عند رغبتها فى إصدار سندات بفارق سعر يزيد عن معدلات الفائدة على السندات الحكومية ، وقبل أن نبين طرق إصدار السندات الحكومية نتناول أساسيات إصدار السندات الحكومية .

### المطلب الأول : أساسيات إصدار السندات :

تختلف إصدارات السندات الحكومية عن بعضها البعض . فمثلاً ، يتم التمييز بين السندات ذات الفائدة الثابتة من خلال معدل الفائدة لكل منها وتاريخ استحقاقها . كما أن لكل إصدار اسم يطلق عليه أو رقماً يميزه ، كأن تقول سندات الخزانة المصرية أكتوبر ٢٠١١ أو سندات الحكومة اليابانية بإصدار رقم ٢٢٦ .

ويطلق على معدل الفائدة سعر كوبون الفائدة Coupon rate أو كوبون السند Coupon bond، ويتم التعبير عنه بنسبة مئوية للسنة الواحدة ، غالباً ما يتم سداد الفائدة مرة أو مرتين فى العام الواحد ، ويتم حساب الفوائد عن السندات الحكومية بقسمة عدد الأيام الفعلية على ٣٦٥ يوماً وذلك على النحو التالى [١]:

**الفائدة المستحقة = القيمة الاسمية للسند × معدل العائد × عدد الأيام الفعلية من تاريخ سداد آخر كوبون حتى تاريخ التسوية ١/٣٦٥**

---

(١) فى المملكة المتحدة يتم القسمة على ٣٦٠ يوم وليس ٣٦٥ بافتراض أن كل شهر به ٣٠ يوم ، وبالتالى فإن الشهر الذى يتضمن ٣١ يوم لن يحتسب فيه قيمة الفائدة عن هذا اليوم الزائد ، يرجع :
David M.Weiss, After the Trade is made: processing securities Transactions, p175.

والسندات الحكومية مثلها مثل سندات الشركات قد تأخذ الشكل الاسمى حيث تسجل فى دفاتر لدى المصدر ، وتدفع الفائدة لحائزى السند المسجلين ، أو لحامله وفى هذه الحالة تدفع الفائدة لمن يقدم شهادة السند ، وفى تطور لأسواق السندات أمكن للمصدرين من الحكومات إصدار سندات غير ورقية "غير مادية " من خلال نظام القيد فى الحساب accounting recorder [1]، وفى مصر تقوم شركة الإيداع والقيد المركزى بهذا الدور ، ويتم قيد ملكية السند فى حساب العميل داخل النظام الاليكترونى كما يتم نقل الملكية أوتوماتيكياً من اسم العميل البائع ، وإضافة الكمية المباعة لحساب العميل المشترى .

وتصدر السندات بقيم اسمية أو بمضاعفات تلك القيم ، مثل ١,٠٠٠ دولار ، أو ١٠,٠٠٠ دولار أو ١٠٠,٠٠٠ دولار وهكذا ، وغالباً تصدر السندات الحكومية بمبالغ كبيرة فمثلاً سندات الخزانة مايو ٢٠٠٥ صدرت بـ 3.000.000.000 جنيه مصرى، حيث ثمة قاعدة تقول أن السندات الصغيرة لا تشهد رواجاً بالسوق المقارنة بإصدارات السندات الكبرى .

## المطلب الثانى : طرق إصدار السندات الحكومية :

غالباً ما يتم بيع الإصدارات الحكومية من السندات إلى المؤسسات المالية الكبرى من خلال الإعلان عن نشرة الاكتتاب ونشرة موجزة عن نشرات الاكتتاب بإصدارات سندات الشركات ، وهذه النشرة تتضمن تفاصيل الإصدار ومنها سعر كوبون الفائدة وتواريخ الاستحقاق واسترداد السندات وإجمالى قيمة الإصدار ، كما تتضمن التفاصيل المتعلقة بالتقدم بالطلب للحصول على السندات وطريقة إصدار السندات ، وفيما يلى شرح الطرق المستخدمة فى إصدار السندات فى الأسواق المالية العالمية والمطبقة فى مصر:

---

(1) Robert A. Strong, "practical investment management", south western college pub.,1996, p62.

**١ – طرح السندات الحكومية بسعر ثابت [١] Fixed price :**

يمكن أن يتم الإعلان عن الإصدارات الحكومية فى نشرة الاكتتاب بسعر ثابت ، وقد يتم تثبيت الأسعار بالرجوع إلى أسعار السندات الموجودة بالفعل والجارى إصدارها ولها تواريخ استحقاق مماثلة .

وتعتبر العروض ذات الأسعار الثابتة غير شائعة ، حيث تفضل الحكومات إصدار السندات من خلال المزاد أو المناقصة حيث أن نظام العروض يعيبه أنه إذا كان سعر الفائدة منخفض ، فلن يقبل المستثمرين عليها ، وإذا كان مرتفعاً فإن الحكومة ستدفع تكلفة أعلى للاقتراض .

**٢ – طرح السندات من خلال المناقصة :**

هذه الطريقة كانت شائعة فى مصر والمملكة المتحدة قبل إدخال نظام المتعاملين الرئيسيين ، وتقوم وزارة المالية بالاشتراك مع البنك المركزى بدعوة المستثمرين للمشاركة فى المناقصة لتقديم أسعار طلبات الشراء ، وتتضمن النشرة سعر كوبون الفائدة وتاريخ استرداد السندات ، كما أنها ستحدد الحد الأدنى للسعر للمشاركة فى المناقصة ، وبذلك فإن العطاءات التى تقل عن هذا السعر لن يتم قبولها .

يتم تصنيف المناقصة بترتيب الأسعار تنازلياً ، ويتم التخصيص لأصحاب العطاءات الذين جاءت أسعارهم متوافقة مع السعر الذى قررت وزارة المالية قبوله أو أعلى منه ، وفى النهاية يتم تخصيص السندات كلها بالحد الأدنى المقبول للسعر بغض النظر عن الأسعار المعروضة فى المناقصة .

---

(١) راجع ، برايان كويل ، " السندات الحكومية " ، ترجمة دار الفاروق – ٢٠٠٦ ، ص ٥٥ .

**مثال :**

قامت حكومة جمهورية مصر العربية من خلال وزارة المالية بالمشاركة مع البنك المركزى بالدعوة لتقديم مناقصة لقيمة مليار جنيه مصري من أذون الخزانة لمدة ٩١ يوماً بفائدة ٧% ، وكان الحد الأدنى لسعر هذه السندات ١٠٢ .

تم تقديم عطاءات من المستثمرين على النحو التالى :

| | |
|---|---|
| ١٠ مليون جنيه | بسعر ١٠٣,٧٥ |
| ٦٠ مليون جنيه | بسعر ١٥٣,٥٠ |
| ١٥٠ مليون جنيه | بسعر ١٠٣,٢٥ |
| ٢٤٠ مليون جنيه | بسعر ١٠٣,٠٠ |
| ٣٣٠ مليون جنيه | بسعر ١٠٢,٧٥ |
| ٨٥٠ مليون جنيه | بسعر ١٠٢,٥٠ |
| ٩٥٠ مليون جنيه | بسعر ١٠٢,٢٥ |
| ١٢٠٠ مليون جنيه | بسعر ١٠٢,٠٠ |

تم تقديم العطاءات بسعر ١٠٢ أو أعلى بالنسبة لما يزيد عن قيمة الإصدار المليار جنيه ، وبناء على ذلك يتم التخصيص على النحو التالى :

| السعر | قيمة السندات التى يتم المناقصة عليها بالمليون جنيه | قيمة السندات التى تم تخصيصها بالمليون جنيه | القيمة الإجمالية بالمليون جنيه |
|---|---|---|---|
| ١٠٣,٧٥ | ١٠ | ١٠ | ١٠ |
| ١٠٣,٥٠ | ٦٠ | ٦٠ | ٧٠ |
| ١٠٣,٢٥ | ١٥٠ | ١٥٠ | ٢٢٠ |
| ١٠٣,٠٠ | ٢٤٠ | ٢٤٠ | ٤٦٠ |
| ١٠٢,٧٥ | ٣٣٠ | ٣٣٠ | ٧٩٠ |
| ١٠٢,٥٠ | ٨٥٠ | ٢١٠ | ١,٠٠٠ |
| ١٠٢,٢٥ | ٩٥٠ | ــــــ | ــــــ |
| ١٠٢,٠٠ | ١٢٠٠ | ــــــ | ــــــ |

وكما يتضح ، فإن المستثمرين الذين عرضوا سعر ١٠٢,٧٥ فيما فوق ذلك ، سيتم تخصيص القيمة الإجمالية للأذونات التى قاموا بالمناقصة عليها بالكامل ، وقدرها ٧٩٠ مليون جنيه ، وباقى قيمة الإصدار وقدرها ٢١٠ مليون جنيه سيتم تخصيصها بالتناسب بين المستثمرين أصحاب العطاءات المقدمة بسعر ١٠٢,٥٠ .

وعليه سيتم إصدار السندات للعطاءات المقبولة بسعر ١٠٢,٥٠ ويتم حسابها كالتالى (١,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ × ١٠٠ / ١٠٢,٥٠) .

**٣ - طرح السندات من خلال المزايدة :**

تعد أكثر الطرق شيوعاً لإصدار السندات سواء على المستوى الدولى أو المحلى ، وفى نظام المزاد Auction يتم الأعلان لتقديم العطاءات لكميات السندات المطروحة ويختلف عن نظام المناقصة فى الآتى :

أ - عدم تحديد حد أدنى لسعر الإصدار .

ب - المزايدون جميعهم يستوفون الشروط بدءاً ممن قدم أعلى سعر وحتى من قدم أدنى سعر ، ولكن التخصيص حسب السعر الفعلى الذى عرضوه فى المزاد .

جـ- اختلاف المزايدون يؤدى إلى اختلاف الأسعار ، وبالتالى الحصيلة ستكون أعلى من أسلوب المناقصة .

وبالرجوع للمثال السابق نجد أن :

| السعر | قيمة السندات التى يتم المناقصة عليها بالمليون جنيه | قيمة السندات التى تم تخصيصها بالمليون جنيه | القيمة الإجمالية بالمليون جنيه |
|---|---|---|---|
| ١٠٣,٧٥ | ١٠ | ١٠ | ١٠,٣٧٥ |
| ١٠٣,٥٠ | ٦٠ | ٦٠ | ٦٢,١٠٠ |
| ١٠٣,٢٥ | ١٥٠ | ١٥٠ | ١٥٤,٨٧٥ |
| ١٠٣,٠٠ | ٢٤٠ | ٢٤٠ | ٢٤٧,٢٠٠ |
| ١٠٢,٧٥ | ٣٣٠ | ٣٣٠ | ٣٣٩,٠٧٥ |
| ١٠٢,٥٠ | ٨٥٠ | ٢١٠ | ٢١٥,٢٥٠ |
| ١٠٢,٢٥ | ٩٥٠ | _____ | _____ |
| ١٠٢,٠٠ | ١٢٠٠ | _____ | _____ |

وبالتالى فإن أسلوب المزايدة يزيد من العائدات للحكومة وذلك أكثر من أسلوب المناقصة حيث تُقبل الطلبات المقدمة بأقل عائدLowest yield والتى تمثل فى ذات الوقت أقل تكلفة على المصدر ، ولكن من عيوب هذه الطريقة أنها تشترط وجود عدد كبير من المستثمرين حتى لا يحدث اتفاقات على أسعار المزاد ، وكل ذلك لتعظيم المنافسة فى السوق الأولى [١].

## ٤ – طرح السندات من خلال المتعاملين الرئيسيين Primary Dealers :

### أ – التعريف بالنظام :

المتعاملون الرئيسيون Primary Dealers هم وسطاء ماليين ــ بنوك وشركات وسماسرة وتجار ــ تم اختيارهم من قبل الحكومة حتى يقوموا بتغطية وترويج السندات الحكومية سواء فى سوق الإصدار أو سوق التداول .

بدأ هذا النظام فى الولايات المتحدة الأمريكية فى عام ١٩٩٦ من خلال مجموعة من الشركات التى تعمل فى وول ستريت ، بغرض توفير قاعدة آمنة لتمويل عجز الموازنة ، وتخفيض تكاليف التمويل الحكومى من خلال الوصول إلى تسعير أفضل للأوراق المالية الحكومية ذات العائد الثابت وتنشيط السوق الثانوي للسندات الحكومية ، ويتكون المتعاملون الرئيسيون من مجموعة من البنوك وشركات الأوراق المالية ذات الملاءة المالية ، وفى مايو ١٩٩٩ بلغ عددهم ٣٠ متعامل رئيسى ومتوسط حجم تعاملهم ١٨٥ بليون دولار فى اليوم الواحد ، ومن أشهر المتعاملين الرئيسين فى الولايات المتحدة merrily lynch, city group [٢].

(1) Frank J.Fabozzi, Fixed income analysis, second Edition, sponsored by CFA institute, 2004, U.S.A p84.

(2) Federal reserve bank of New York .

وقد تم إدخال نظام المتعاملون الرئيسيون فى مصر فى عام ٢٠٠٤ ، وقد تم التفكير فيه ليجعل سوق السندات أكثر منافسة ولتحسين السيولة فى السوق الثانوية باعتبارهم صناع سوق Market Maker ، بما يؤدى إلى مرونة فى قيام الحكومة بإصدار السندات .

وقد سمح للبنوك والشركات التى يجب ألا يقل رؤوس أموالهم عن ٥٠٠ مليون جنيه بالعمل صناع سوق على السندات الحكومية بما فى ذلك من توفير لسيولة فى الأسواق الأولية والثانوية للسندات والاحتفاظ بمخزون من السندات الحكومية يمكنها من البيع والشراء بما يتناسب وظروف السوق ، ويتمثل المتعاملون فى نوعين هما [١]:

١. البنوك العاملة فى جمهورية مصر العربية ، والتى يتم تسجيلها لدى وزارة المالية ، على ألا يقل رأس مال البنوك المصرية التى ترغب فى العمل بهذا النظام عن ٥٠٠ مليون جنيه وفروع البنوك الأجنبية عن ٢٠٠ مليون جنيه .

٢. الشركات التى حصلت على ترخيص بذلك والمسجلة بنظام المتعاملين الرئيسيين على أن يلتزم كل من البنوك والشركات بالمعايير والضوابط التى يضعها البنك المركزى والهيئة العامة لسوق المال .

**ب – دور المتعاملين الرئيسيين فى سوق الإصدار :**

تغطية الإصدارات الحكومية من السندات حيث يلتزم كل متعامل التقدم بعطاءات تساوى ١٥% من قيمة الاصدار ، فضلاً عن أنه ملتزم بأن يفوز بعطاءات تساوى ٥٠% من مساهماته النسبية فى جميع المزادات المعلنة خلال آخر ستة أشهر وأن يتقدموا بعطاءات نيابة عن عملائهم من المؤسسات أو الأفراد تساوى نسبة ١٠% كحد أدنى من المساهمات النسبية للمتعامل الرئيسى فى كل مزاد خلال فترة ستة أشهر .

---

(١) بدأ نظام المتعاملين الرئيسيين بعدد ١٣ بنكاً ، وأصبح الآن عددهم ١٨ بنكاً .

ويلتزم المتعاملون الرئيسيون بالتقدم بعطاءاتهم بالمستويات السائدة لأسعار الفائدة على الأذون والسندات الحكومية المتداولة فى السوق الثانوى ، وأيضاً تقديم عطاءات لكل الأوراق المالية الحكومية ولا يجوز لأى منهم أو أحد عملائهم الفوز بعطاءات تزيد عن ٢٥% من قيمة الأوراق المالية الحكومية المقبولة فى كل عطاء (١).

وبالتالي تضمن الحكومة الوصول إلى أفضل طريقة للتسعير لإصداراتها وبأقل تكلفة فى ظل التنافس من قبل المتعاملين ، ويعتمد نجاح هذا النظام على وجود قطاع مصرفى قوى ، وعدد كبير من المتعاملين لزيادة التنافس بينهم مما يؤدى إلى عدم وجود فرصة للتأثير على أسعار العطاءات ، وتقوم وزارة المالية بالرقابة على العطاءات الخاصة بالمتعاملين للتأكد من قيامهم بتقديم عطاءات كافية عن كل مزاد، وتقديم العطاءات لكافة الإصدارات ، ففى ظل وجود ١٨ متعامل رئيسى فإنه يطلب منه تغطية ١٥% من قيمة المزاد فإن التغطية النهائية تصبح ٢٧٠% ، ويعتمد البنك المركزى على المتعاملين الرئيسيين من أجل جذب العملاء سواء الأفراد أو المؤسسات المالية .

**جـ – دور المتعاملين فى السوق الثانوى:**

يقوم المتعاملون الرئيسيون بدور هام فى السوق الثانوى للإصدارات الحكومية بالبيع للمستثمرين وتوفير السيولة للسوق الثانوى حيث يلعبون دور صانع السوق Market Maker .

ودور صانع السوق ينطوى على مخاطر السيولة ومخاطر الفوائد حيث قد لا يتمكن من بيع السندات التى اشتراها بأسعار معقولة ، ويجب أن يكون لديه رأس مال كافي حتى يقوم بالتخزين وتحمل الخسائر ، ويحصل المتعاملين على

---

(١) قرار وزير المالية رقم ٧٢٣ لسنة ٢٠٠٢ ، نشر بالوقائع المصرية ، العدد ١٣٢ تابع (ب) فى ٢٠٠٢/٦/١٢.

الفرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء Spread ولا يحصلون على رسوم من عملائهم أو دفع رسوم بالنسبة للعمليات التى تتم فى السوق المفتوحة Open Market Operation(OMO).[1].

**د- أهداف نظام المتعاملين الرئيسيين :**

يهدف النظام إلى ما يلى :

١ - خفض تكلفة الدين العام المحلى عن طريق استبدال ديون منخفضة التكلفة بالديون المرتفعة ، وقد تم ذلك بالفعل فى أول أكتوبر ٢٠٠٣ حيث تم إهلاك سندات الخزانة بمبلغ ٤ مليار جنيه بسعر فائدة ١١% بإصدار سندات بذات القيمة بسعر فائدة ٨% .

٢ - تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال زيادة السيولة بسوق السندات حيث يتم تحويل أذون وسندات الخزانة إلى أوراق مالية قابلة للتداول ، وقيام المتعاملون الرئيسيون ببيع وشراء هذه الأوراق فى السوق الثانوى .

٣ - ضمان تغطية الإصدارات فى السوق الأولية .

٤ - تفعيل أسعار الفائدة على نحو يؤدى إلى تنشيط السوق وجذب مستثمرين جدد، بحيث تكون قريبة من أسعار السوق بالنسبة للأوعية الأخرى ، وخفض تكلفة الاقتراض الحكومى فى ذات الوقت من خلال حصولها على التمويل بأفضل سعر فائدة .

٥ - عمل مؤشر Bench Market لأسعار السندات حتى تتمكن الشركات من القياس عليه عند قيامها بإصدار السندات .

٦ - زيادة قدرة البنك المركزى على التعامل بأدوات متعددة فى السوق المفتوحة .

---

(١) السوق المفتوحة هى السوق التى تتم فيها التعامل فى الأوراق المالية الحكومية خارج البورصة ( OTC) فيما بين المتعاملين الرئيسيين وفيما بينهم وبين أى شخص إعتبارى أو شخص طبيعى ( قرار وزير المالية رقم ٤٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بشأن المتعاملون الرئيسيون ، المادة الأولى /٥ ).

## المتعاملون الرئيسيون واتفاقيات البيع وإعادة الشراء : Repurchase Agreement (repo)

بدأ التعامل باتفاقيات البيع وإعادة الشراء فى الولايات المتحدة الأمريكية من خلال البنك الفيدرالى بعقد اتفاقيات البيع وإعادة الشراء مع المتعاملين الرئيسيين (طرف آخر) ، ويشترى منه سندات الخزانة فى مقابل نقدى ، فى حين أن الطرف الآخر وهو المتعامل الرئيسى يقوم ببيع السندات ويتسلم السيولة النقدية ، وبذلك يقوم البنك الفيدرالى بضخ سيولة فى السوق ، وأيضاً قد تلجأ إلى تقليل مجموع النقد المتداول فى حالة اتخاذه موقف عكسى فى الاتفاقية ، وذلك من خلال سياسة السوق المفتوحة للتعامل مع السيولة داخل النظام المصرفي ، وتتكون اتفاقية البيع وإعادة الشراء من عمليتين متزامنتين بين الطرفين نفسهما :

- بيع للسندات من أحد الأطراف للآخر .
- التعهد بشراء تلك السندات ثانية بسعر محدد فى المستقبل بسعر أعلى [١].

وتتمثل الأهمية الاقتصادية لإتفاقية البيع وإعادة الشراء فى أنها قرض مضمون بأوراق مالية ممتازة غالباً أذون خزانة ، وأن هذه العملية التجارية قصيرة الأجل ، غالباً ما تمتد ليوم واحد ، وأن المقرض لن يخسر سيولة نقدية بإجراء هذه العملية ، وليس لها مخاطر من انخفاض أسعار السندات المقدمة كضمان لأنه قد تم الاتفاق على سعر إعادة الشراء عند إبرام اتفاقية البيع وإعادة الشراء ، وهى نافذة مفتوحة للمصارف التجارية المحلية للحصول على السيولة اللازمة لتغطية إحتياجاتهاالغير متوقعة فى عملية المقاصة اليومية ( Unexpected clearing shortages ) ، والتخلص من السيولة الزائة عن حاجتها عن طريق إتفاقيات إعادة الشراء المعاكس (Reverse Repo) ، هذا عن دور إعادة الشراء فى دعم السوق الثانوى للأوراق المالية الحكومية وذلك لتوفير السيولة اللازمة [٢].

---

(١) راجع ، برايان كويل ، " السندات الحكومية " ، ترجمة دار الفاروق – القاهرة ٢٠٠٦ ، ص ١٠٣ .

(٢) د/جبرين بن عبد الرحمن الجبرين ود/ صالح بن عبد الله العواد ، القاهرة ، ص ١٠٣ ، تجربة المملكة العربية السعودية فى مجال إتفاقيات إعادة الشراء ، صندوق النقد العربى ( ٢٣ ، ٢٤ مايو) ٢٠٠١ ، ص ١٣ .

اتفاقيات إعادة البيع والشراء توجد لها عمليات عكسية لها تسمى اتفاقيات إعادة البيع والشراء العكسية Reverse Repo .

ويلجأ إليها المتعاملون بالسندات الحكومية ممن يتوقعون انخفاض أسعار السندات ، وهى وسيلة لإدارة مخاطر أسعار السندات الحكومية ويتم استخدام آلية البيع على المكشوف للسندات الحكومية Short Selling من خلال القيام بعملية بيع سندات لا يملكونها ، متوقعين شرائها فى المستقبل عندما ينخفض السعر ، ولكن يجب أن يقدموا سندات لتنفيذ هذه العملية من خلال اقتراض السندات اقتراضاً قصير الأجل فى عملية يطلق عليها اتفاقيات إعادة الشراء العكسية (١).

وتعتبر كل من اتفاقية البيع وإعادة الشراء ، واتفاقية البيع وإعادة الشراء العكسية عمليتين متطابقتين ، ويتمثل الفارق بينهما فى الطرف الذي تبدأ به الاتفاقية فعندما يتخذ بائع السندات المبادرة بالاتفاقية ، تكون اتفاقية بيع وإعادة شراء ، وحينما يأخذ مشترى السندات المبادرة تكون اتفاقية بيع وإعـــادة شـــراء عكسية .

وقد أجاز المشرع المصرى لشركات الوساطة والسمسرة فى السندات أن تبرم لعملائها إتفاقات إعادة شراء السندات بعد بيعها بموجب تبادل وثائق يبيع بموجبها أحد أطراف الاتفاق سندات إلى طرف آخر مع إلتزامه بإعادة بيعها إلى الطرف الأول فى طريق لاحق ، على أن يتضمن نموذج الأتفاق نوع السند ، وتاريخ الاستحقاق ، والأسعار المتفق عليها بالنسبة للبيع وإعادة الشراء (٢).

---

(1) Keithe J. Krchak, Workshop on Primary Dealers in Governmental Securities Capital Market, Authority in Cooperation with Capital Markets Development Project, December, pp. 8-9, 2003.

(٢) الباب السابع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال مضاف بموجب قرار وزير اقتصاد رقم ٤٤ لسنة ٢٠٠٠ ، الوقائع المصرية ، العدد ٢٠ (تابع ) ، ٢٠٠٠/١/٢٦ ، وقد صدر قرار السيد رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم (٢) لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧/١/١٥ بشأن عقود اتفاقات إعادة الشراء للسندات بعد بيعها .

## المطلب الثالث : آليات تداول السندات فى السوق الثانوى [1]:

توجد فى الأسواق المتقدمة أنواع مختلفة لآليات تداول السندات وتطبق على السندات الحكومية أو سندات الشركات وهى :

### أ – أسواق الفترات المحددة Periodic Markets:

يسمح هذا النظام لعدد كبير من المتعاملين بتقديم العروض والطلبات خلال فترات محددة للتداول ، ويساهم ذلك فى زيادة السيولة ، ويجمع بين الأطراف المتعاملة بما يخفض من تكلفة البحث عن البائعين أو المشترين للسندات .

### ب – الأسواق المستمرة Continuous Markets:

يمكن تداول السندات بالبورصات an Exchange أو خارج البورصات Over-the-counter ، وقديماً كان السماسرة والتجار broker-dealer يتداولون أمام منضدة Trading desk ، ويذهب إليهم العملاء ليصدروا أوامر البيع والشراء ، وحالياً يتم تداول السندات اليكترونيا ، بما يجعل السوق مستمرة ويوجد نوعين لنظام التداول المستمر وهما : الأول سوق الوسطاء Dealers markets ، حيث يقوم الوسيط – غالباً صانع السوق – بتقديم العروض والطلبات فى آن واحد بناء على طلب وسيط آخر ، وذلك من خلال شاشات التداول ويعتمد على وجود عدد كبير من الوسطاء – صناع السوق – وبما يؤدى إلى خفض هامش الربح المحقق والمتمثل فى الفرق بين أسعار العروض وأسعار الطلبات .

والثانى سوق المزادات auctions ، ولا يختلف عن النظام السابق إلا أنه يتم بسعر ثابت Fixed price حيث تنفذ كل الصفقات بسعر واحد ويفضل تداول السندات ذات السيولة الضعيفة مثل سندات الشركات وذلك بعكس الوسطاء حيث الأسعار متغيرة خلال الجلسة لذلك تتداول فيه السندات النشطة مثل أذون الخزانة .

ويوجد آليتين لنظام التداول الاليكترونى :

---

(1) Frank J.Fabozzi, Fixed income analysis, second Edition, sponsored by CFA institute, 2004,U.S.A pp85-86.

١- نظام التاجر – العميل Dealers-to-customer systems :

نظام التاجر العميل قد يكون فردياً Single أو متعدد Multiple ، والنظام الفردى يعتمد على أن العميل يتعامل مع تاجر واحد فقط أى يقبل أو يرفض أسعار الطلبات والعروض المقدمة من صانع سوق واحد فقط ، فى حين النظام المتعدد Multiple يختار العميل بين أسعار عروض وطلبات أكثر من تجار – صانع سوق – واحد من خلال شاشاة الكمبيوتر وتعتبر هذه العمليات خارج المقصورة (OTC) .

٢- نظام البورصة an Exchange system :

فى هذا النظام يقوم العملاء والتاجر – صناع السوق – بإدخال أسعار عروضهم وطلباتهم ن خلال الشاشات بدون ظهور أسمائهم الحقيقية anonymous وبعد تنفيذ العمليات يتم تسويتها طبقاً للإجراءات العادية .

# المبحث الرابع

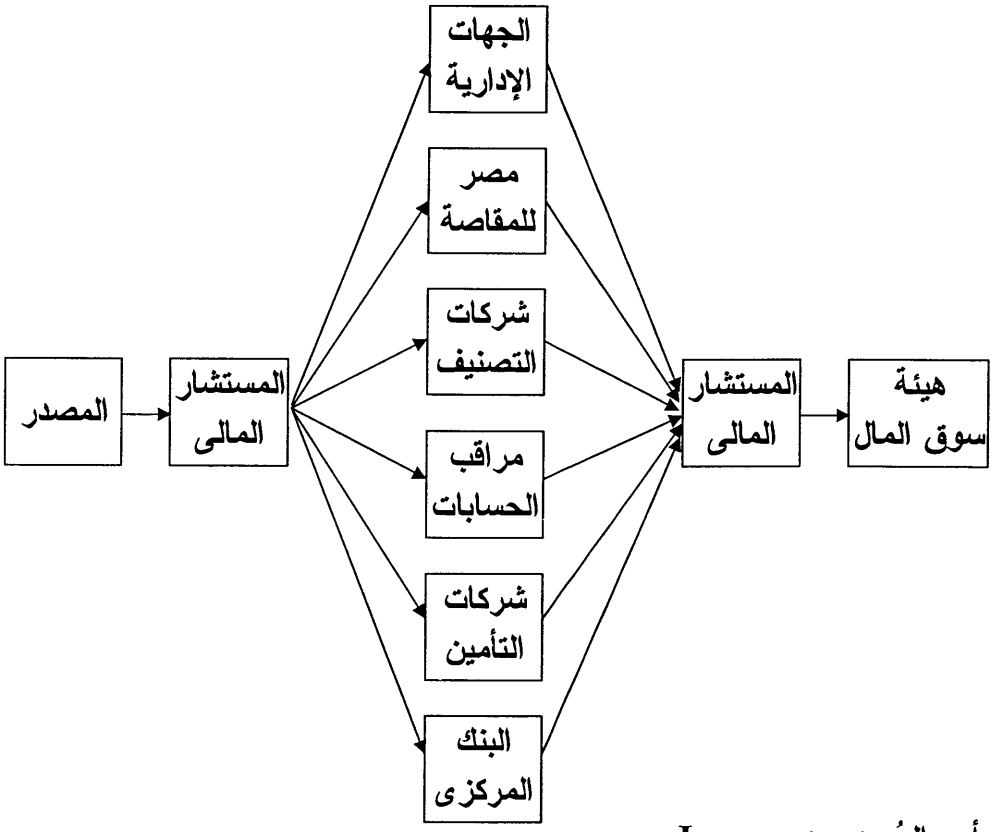
# توصيف سوق السندات فى جمهورية مصر العربية

بعد أن تناولنا أسواق السندات فى الاقتصاديات المتقدمة ، وتم التركيز على أسواق السندات فى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ، نتناول فى هذا المبحث توصيف لسوق السندات فى جمهورية مصر العربية من حيث الأحكام العامة والقواعد المنظمة للسندات وصكوك التمويل فى كل من سوق الإصدار والتداول تمهيداً للوصول إلى مقترحات لتنشيط سوق السندات فى مصر .

## المطلب الأول : الأحكام العامة والقواعد المنظمة لسوق إصدار السندات :

لقد تم تنظيم أحكام السندات فى المواد من ٣٤ وحتى ٨٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ، كما يسرى عليها أحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ٨١ فيما لم يرد فيه نص فى قانون سوق رأس المال ، ويكون طرح السندات فى السوق الأولية سواء أكان إصدار مغلق Private Placement يكتتب فيه أشخاص محددين سلفاً ، أو كان من خلال اكتتاب عام Public Offering ، أو من خلال المزادات Auction ، بعد المرور بالعديد من المراحل ، ومشاركة العديد من الجماعات ، حتى نصل بعد ذلك إلى الواقع الملموس لسوق الإصدار وذلك كما يلى :

## ١ – المؤسسات المشاركة فى عملية الإصدار :




**أ – المُصدرون Issuers:**

- الشركات .
- المؤسسات المالية (مصرفية وغير مصرفية) .
- الحكومة ( البنك المركزى – وزارة المالية ) .

**ب – المستشار المالى / بنك الاستثمار investment bank :**

- يساعد فى إعداد وتسجيل وترتيب كافة المستندات المطلوبة ، وتقديمها إلى السلطات الرقابية والمستثمرين المرتقبين .
- توافر الخبرة والاتصالات والقدرة على البيع لدى بنوك الاستثمار ، تؤدى إلى خفض التكلفة .
- يمكن ضمان الاكتتاب بصورة مؤكدة Firm Commitment أو بصورة تعهد ببذل أقصى جهد ممكن Best Effort .

- يحقق أرباحه من خلال فارق السعر بين الشراء والبيع .

**جـ - الهيئة العامة لسوق المال :**

هى الجهة المختصة بالتحقق من أن إصدار السندات يتم وفقاً لأحكام القانون ، تختص بالتحقق من أن المستثمر فى السند قد حصل على كافة المعلومات اللازمة لكى يأخذ قراراً سليماً ، بما فى ذلك مراجعة نشرة الاكتتاب والموافقة عليها ومراجعة المستندات والتحقق من الإفصاح .

**د - وزارة المالية والبنك المركزى :**

يتوليان إصدار الأوراق المالية الحكومية وتنظيم عمل المتعاملين الرئيسيين .

**٢ - مراحل إصدار السندات :**

يعتبر المستشار المالى (بنوك أو شركات مالية) هو حلقة الوصل بين كل من المصدر والمستثمر ، حيث يقوموا بالاتصال بالمصدرين وترتيب عملية الإصدار ، وبالمستثمرين لإعلامهم بكل التفاصيل المتعلقة بهذه الإصدارات .

**المرحلة الأولى : تحديد التصنيف الائتمانى للمقترض**

يقوم المستشار المالي بالتعامل مع المقترضين (المصدرين) المصنفين من قبل شركات التصنيف الائتمانى العالمية (أو المحلية) .

**المرحلة الثانية : تحديد المبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل**

بعد الاطلاع على المقدرة الائتمانية للمقترض يقوم بالاشتراك مع المصدر بتحديد مبلغ الإصدار وفقاً للحاجة التمويلية للمقترض ومعرفة نوع التمويل المطلوب (قصير - متوسط - طويل الأجل) .

**المرحلة الثالثة : تحديد بدائل التمويل المتاحة**

يقوم المستشار المالى بطرح البدائل المختلفة للمصدر وتكلفة كل نوع من البدائل المتاحة ويمكن أن تشتمل بدائل الاقتراض على السندات ذات الفائدة الثابتة أو المعومة أو القروض من البنوك ...الخ .

**المرحلة الرابعة : الشروط والأسعار المقترحة للبديل المختار**

بعد تحديد التصنيف الائتمانى للمقترض والمبالغ المطلوبة وتحديد ودراسة بدائل التمويل المختلفة المتاحة ، يتم تقديم عرض السندات والذى يتضمن كل المعلومات الضرورية واللازمة للمقترض والتى على أساسها يقرر اختياره .

**مثال لعرض سندات :**

الجدول التالى يوضح أهم المعلومات التى تقدم والتى تعتبر ضرورية لاختيار البديل الأفضل .

| بدائل العروض | أ | ب | ج | د |
|---|---|---|---|---|
| المبلغ بالمليون | ٥٠ | ٥٠ | ٤٠ | ٣٠ |
| المـــدة | ٥ | ٧ | ٨ | ١٠ |
| سعر الفائدة | %٨,٧٥ | %٩ | %٩ | %٩,٢٥ |
| السعر المعروض | %١٠٠ | %١٠٠ | %٩٩,٥ | %٩٩,٢ |
| العائد حتى الاستحقاق (فائدة سنوية) | %٨,٧٥ | %٩ | %٩,٠٩ | %٩,٣٣ |
| العائد حتى الاستحقاق (فائدة نصف سنوية) | %٨,٩٤ | %٩,٢ | %٩,٣ | %٩,٥٥ |
| العمولات والمصاريف | %٢ | %٢,٢٥ | %٢,٢٥ | %٢,٢٥ |

**المرحلة الخامسة : طرح الإصدار**

ما أن يقرر المصدر التقدم للسوق ، يقوم بتعيين مدير لإدارة الإصدار ويجب إتباع الأحكام العامة لإصدار السندات ، وهى تتمثل فيما يلى :

**أولاً – موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة لإصدار السندات :**

يجب موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة لإصدار السندات ، بناء على اقتراح مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات على أن يتضمن قرار الجمعية : القيمة الإجمالية للإصدار والقيمة الاسمية للسند – العائد وأساس حسابه (دون التقيد بالقانون المدنى) – قابلية السند للتحول إلى سهم – الضمانات إن وجدت – جواز تفويض مجلس الإدارة فى تحديد شروط إضافية.

**ثانياً – إعداد نشرة الاكتتاب :**

نشرة الاكتتاب تمثل أساس التعاقد بين الشركة من جهة وبين حملة السندات من جهة أخرى ، ولذلك يجب مراجعتها من هيئة سوق المال قبل الإصدار للتحقق من مطابقتها أحكام القانون ، ويجب أن تتضمن [1]:

- رقم وتاريخ السجل التجارى للشركة وقرار الجمعية العامة .
- نوع السندات والعائد الذى تدره وأساس حسابه .
- شروط الإصدار وشروط ومواعيد الاسترداد .
- بيان بالضمانات والتأمينات المقدمة لأصحاب السندات .
- ملخص موازنات الشركة التقديرية لمدة السند .
- بيان بالرهونات والحقوق العينية الأخرى القائمة على الشركة .
- التصنيف الائتمانى للشركة أو السند أو الضامن .

---

(١) المادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وللحصول على الموافقة يجب أن يكون رأسمال الشركة المصدرة مسدداً بالكامل ، وألا يقل التصنيف الائتمانى عن حد معين (BBB-) إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ، ومراجعة الهيئة لبيانات نشرة الاكتتاب للتأكد من أنها تضمنت البيانات الأساسية التى تهم المستثمر [١].

**٣ - التواريخ الهامة فى حياة إصدار السندات فى السوق الأولى :**

وهناك ثلاثة تواريخ هامة فى حياة إصدار السندات فى السوق الأولى وهى [٢]:

**أ - يوم الإعلان : Announcement Day**

وهو يوم دعوة كل من متعهدى التغطية والمجموعة البائعة من قبل مجموعة الإدارة ومتى تم ذلك تستطيع البنوك سواء دعيت للمشاركة أم لم تدع بإعلام عملائها بالإصدار وشروطه ، ويستطيع المتعاملون Dealers بعدها إذا اختاروا ذلك بدء الاكتتاب المسبق بالسندات حيث يسمى بـ Grey Market ، وهو سوق غير منظم أو مراقب كلياً .

**ب - يوم العرض : Offering Day**

وهو يوم بدء التعامل الرسمى حيث أن عقود الاكتتاب التى تم الاتفاق عليها قبل هذا اليوم لا تصبح رسمية إلا بعده ، وغالباً ما يكون العرض موافقاً تماماً لما ورد فى يوم الإعلان ، إلا أن أى خلاف بينهما يحكمه يوم العرض .

**جـ - يوم الإغلاق : Closing Day**

وهو يوم دفع قيمة السندات من قبل مجموعة الإدارة لمصدر السندات ، ويوم

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، دليل إصدار السندات . http://www.cma.gov.eg

(2) Development Training 11A USAID program implemented by the institute of international Education, Fixed income securities/securitization, July 2003, p26.

دفع قيمة السندات من قبل المكتتبين للمجموعة البائعة وبدورهم لمجموعة الإدارة ، وبالتالى فإن يوم الإغلاق هو يوم التسوية النهائية للعملية .

**٤ – تكوين جماعة حملة السندات [١]:**

**أ – حقوق حملة السندات :**

لحملة السندات حقوق تهدف إلى إلزام الشركة المصدرة باحترام شروط وأحكام نشرة الاكتتاب ، وبعدم القيام بأى تصرف يمكن أن ينتقص من حقوق حملة السندات دون موافقتهم ، ومن ذلك:

١ – الحصول على عائد خلال مدة السند .

٢ – الحصول على أصل قيمة السند عند استحقاقه .

٣ – الحصول على المعلومات التى تؤثر فى قيمة السند .

٤ – طلب وقف توزيع أرباح الشركة المصدرة ، إذا كان يضر بحقوق حملة السندات .

٥ – طلب وقف قرار الجمعية العامة للشركة متى كان ضاراً بمصالح حملة السندات .

٦ – كل الحقوق الأخرى المنصوص عليها فى نشرة الاكتتاب .

٧ – لأصحاب السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى ذات الإصدار الواحد فى الشركة الحق فى تكوين جماعة يطلق عليها جماعة حملة السندات حيث يكون الغرض منها حماية المصالح المشتركة لأعضائها ويكون لها ممثل قانونى من بين أعضائها ، حيث يجوز لحملة ٥% على الأقل من القيمة الاسمية للسندات الدعوة إلى تكوين جماعة .

٨ – يجب على الممثل القانونى للجماعة أن يخطر كل من الهيئة العامة لسوق

---

(١) المواد من ٧٠ حتى ٨١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

المال ورئيس مجلس إدارة الشركة المصدرة أو العضو المنتدب بصورة موقعة منه من القرارات التى تصدرها الجماعة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ صدورها .

**ب- كيفية اختيار الممثل القانونى للجماعة وإدارته لشئون الجماعة وعزله :**

- تحدد الجماعة فترة تمثيله لها ومن ينوب عنه عند غيابه ، والمكافأة المالية التى ترى الجماعة تقريرها له ، فإذا لم يتم اختياره خلال ثلاثة أشهر من تاريخ أول اجتماع جاز لكل من أعضاء الجماعة أن يطلب من الهيئة تعيين ممثل للجماعة ، خلال شهر من وصول الطلب للهيئة .

- يجب أن يكون ممثل الجماعة شخصاً طبيعياً ، وألا تكون له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة المصدرة للأوراق المالية أو مصلحة تتعارض مع مصالح حاملى تلك الأوراق ، أو يكون عضواً بمجلس الإدارة أو من الشركاء المديرين أو أعضاء مجلس المراقبة أو من العاملين لدى شركة تملك أكثر من ١٠% من رأس مال الشركة مصدرة الأوراق المالية أو ضامنة لكل أو بعض ديون هذه الشركة .

- يتم عزل الممثل القانونى للجماعة بالأغلبية المطلقة لحملة أكثر من نصف قيمة الإصدار لفقد أحد الشروط المبينة فى هذه اللائحة أو غيرها من الأسباب بناء على طلب حملة ٥% من قيمة الإصدار أو من الهيئة ويجب أن يكون قرار العزل مسبباً .

**جـ- اختصاصات الممثل القانونى للجماعة :**

- رئاسة اجتماعات الجماعة .
- القيام بأعمال الإدارة اللازمة لتيسير أمور الجماعة وحماية مصالحها وذلك

طبقاً للنظام الذى تضعه له الجماعة .

- تمثيل الجماعة فى مواجهة الغير والشركة .
- رفع الدعاوى التى توافق الجماعة على تحريكها باسمها ، وذلك بغرض المحافظة على المصالح المشتركة لأعضائها وبصفة خاصة الدعاوى المتعلقة بإبطال قرارات الشركة والأعمال الضارة بالجماعة إن كان لذلك مقتضى .

**د- الأحوال التى تدعى لها جماعة حاملى السندات للاجتماع :**

- بناء على طلب الممثل القانونى للجماعة .
- بناء على طلب مجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال .
- بناء على طلب حملة مالا يقل عن ٥% من قيمة السندات بكتاب مسجل مصحوب بعلم الوصول من الشركة أو الممثل القانونى للجماعة ، فإذا لم يتم الاجتماع خلال ٣٠ يوم جاز للطالبين أو بعضهم أن يطالبوا من القضاء الأمر بتعيين ممثل مؤقت للجماعة يتولى الدعوة لعقد الاجتماع ورئاسته .
- بناء على طلب الهيئة العامة لسوق المال .
- بناء على طلب مصفى الشركة خلال فترة التصفية .

على أن يشتمل الطلب فى جميع الأحوال على الموضوعات المطروحة فى الاجتماع للأحكام الخاصة بجماعة حملة السندات .

## المطلب الثانى : واقع سوق إصدار السندات فى مصر :

نوجز واقع سندات الشركات والسندات الحكومية وذلك على النحو التالي :

### أ - سندات الشركات Corporate bonds :

هى الأكثر حداثة فقبل صدور قانون سوق رأس المال لم يكن يسمح للشركات بإصدار أدوات دين بعائد يزيد عن ٧% وهو معدل أقل بكثير من سعر العائد فى الجهاز المصرفى ، ووقف هذا المعدل غير التنافسى عقبة أمام قدرة السوق على النمو والتطور ، وعندما تم رفع ذلك السقف بعد صدور قانون سوق رأس المال بدأت الشركات فى دراسة جدوى إصدار السندات (١).

وصدر أول سند فى عام ١٩٩٤م بقيمة ٣٠ مليون جنيه لمدة خمس سنوات بمعدل عائد متغير على أساس عائد سنوى لأذون الخزانة لمدة ١٨٢ يوم + ٠,٠٥٠% (الهامش) ، وكان السبق فى هذا الأمر للشركات وليس للبنوك حيث أن مصدر السندات كان لشركة Hoechst Orient إحدى الشركات التابعة لشركة Hoechst International وصدر بضمان بنك باركليز Barque Paris (BAS) .

وفى عامى ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ توالى إصدار السندات من جانب البنوك المحلية والفروع المحلية للبنوك الأجنبية ، وبعد تعديل المادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والتى سمحت للشركات بإصدار سندات بما يتجاوز صافى أصولها بشرط الحصول على تصنيف ائتمانى مناسب من شركة تصنيف ائتمانى معتمدة ، وبذلك اتسع السوق وزاد حجم المعروض فى السندات ، ويوضح لنا الجدول التالى نمو سندات الشركات من حيث العدد والقيمة خلال الفترة من ١٩٩٤ حتى ٢٠٠٥/١٢/٣١ .

---

(١) حيث نصت الفقرة الثانية من المادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بجواز أن يتضمن قرار الجمعية العامة للشركة العائد الذى يغله السند دون التقيد بالحدود المنصوص عليها فى أى قانون أخر .

| السنة | عدد الإصدارات | | قيمة الإصدار (بالمليون جنيه) | |
|---|---|---|---|---|
| | شركات | حكومية | شركات | حكومية |
| ١٩٩٤ | ١ | ٠ | ٣٠ | ٠ |
| ١٩٩٥ | ٢ | ١ | ٨٠ | ٣٠٠٠ |
| ١٩٩٦ | ٦ | ١ | ٩٢٠ | ٤٠٠٠ |
| ١٩٩٧ | ٨ | ٠ | ١١٤٥ | ٠ |
| ١٩٩٨ | ٦ | ٣ | ٥٧٥ | ١٥٠٠ |
| ١٩٩٩ | ١٤ | ٣ | ٣٠١٣ | ٤٥٠٠ |
| ٢٠٠٠ | ٢ | ١ | ٣٩٢ | ٣٠٠٠ |
| ٢٠٠١ | ٤ | ٠ | ٨١٠ | ٠ |
| ٢٠٠٢ | ٢ | ٠ | ٥٠٠ | ٠ |
| ٢٠٠٣ | ٠ | ٠ | ٠ | ٠ |
| ٢٠٠٤ | ٣ | ٤ | ١٤٠٢ | ١٣٠٠٠ |
| ٢٠٠٥ | ٤ | ١٢ | ٤٩٦٦ | ٢٣٠٠ |
| **الإجمالى** | **٥٢** | | **١٣٨٣٣** | **٥٢٠٠٠** |

*المصدر : الهيئة العامة لسوق المال*

ويتضح على مدى السنوات القليلة الماضية ، زيادة عدد الإصدارات وقيمة الإصدارات ، وإن كانت سنة ١٩٩٩م أكثر السنوات نشاطاً فى عدد الإصدارات (١٤ إصدار) ، بقيمة تزيد عن ثلاثة مليارات جنيه مصرى ؛ إلا أن سنة ٢٠٠٥م بالرغم من أن عدد الإصدارات لم يتجاوز الأربع إصدارات بيد أنه كان أكبرهم من حيث القيمة التى تجاوزت الأربع مليارات جنيه .

**ب – سندات الحكومة Government bonds:**

فى عام ١٩٩٥ أصدرت الحكومة سندات خزانة لأول مرة منذ عدة عقود ، وبلغت قيمة الإصدار ثلاثة مليارات جنيه لمدة ٥ سنوات بعائد سنوى ١٢% ، وفى عامى ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ صدر عدد كبير من سندات الخزانة تستحق بعد سبع سنوات ، وفى مارس ١٩٩٩ تم إصدار أول سند لمدة ١٠ سنوات ، وفى نهاية عام ٢٠٠٥ بلغ حجم السندات الحكومية ٥٢ مليار جنيه .

وفى عام ٢٠٠١ أصدرت الحكومة المصرية سندات سيادية لأول مرة عبارة عن سندات تصدرها الخزانة فى الأسواق العالمية بعملة أجنبية ، فإذا صدرت وسجلت فى الأسواق الأوربية – كما هو الحال بالنسبة لمصر – يطلق عليها أحياناً السندات الأوربية Eurobond [١]، وكان مخطط أصلاً بالنسبة لهذه السندات أن تطرح فى صورة إصدارين مدتهما ٥ ، ١٠ سنوات على التوالى ، وتبلغ قيمة كل منهما ٥٠٠ مليون دولار ، غير أن الاكتتاب غطى قيمة الإصدار مرتين للسندات التى مدتها خمس سنوات ، وست مرات للسندات التى مدتها ١٠ سنوات ، لذلك رفعت مصر إصدار العشر سنوات إلى مليار دولار ، وجمعت من هذا الطرح ١,٥ مليار دولار .

وبعد استحداث نظام المتعاملين الرئيسيين فى السوق المصرية زاد حجم التداول وارتفعت قيمة تداول السندات حوالى ثمانى مرات منذ عام ٢٠٠١ ، فقد سجل حجم تداول السندات فى نهاية عام ٢٠٠٥م مبلغ ٨,٩ مليار جنيه بالمقارنة بمليار جنيه فى عام ١٩٩٨م ، وارتفع حجم التعامل فى عام ٢٠٠٢ ليصل إلى ١٤,٢ مليار جنيه ، ويبين الجدول التالى تطور مؤشرات تداول سوق السندات خلال الفترة من ١٩٩٨ وحتى ٢٠٠٥/١٢/٣١ .

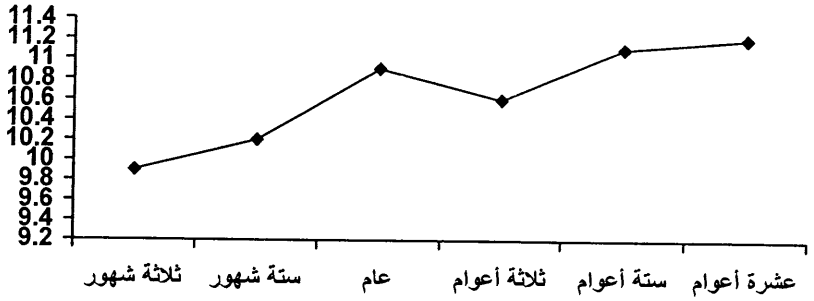
| الأعوام | قيمة التداول بالمليار جنيه | نسبة النمو % | مقدار التغير |
|---|---|---|---|
| ١٩٩٨ | ١,٥٠٢ | – | – |
| ١٩٩٩ | ٢,٢٧٨ | %١١٧ | ١,٢٣ |
| ٢٠٠٠ | ٣,٨٤٠ | %٦٩ | ١,٥٦ |
| ٢٠٠١ | ٨,٨٦٥ | %١٣١ | ٥,٠٣ |
| ٢٠٠٢ | ١٤,٢٢٢ | %٦٠ | ٥,٣٦ |
| ٢٠٠٣ | ٣,٢٦٦ | %٧٧- | ١٠,٩٦- |
| ٢٠٠٤ | ٢,٧ | %٢٣- | ٠,٥٦- |
| ٢٠٠٥ | ٨,٩ | %٢٢٩ | ٦,٢ |

(١) السندات الأوربية : وهى السندات التى تصدر بعملة مختلفة عن عملة البلد المصدر أو السوق المصدر وعادة تكون Dollar US وغالباً تصدر بواسطة مجموع من بنوك الأستثمار Syndicate ، وتجذب المستثمرين لنظراً لصغر القيمة الاسمية Par value وسيولتها المرتفعة وتعطى المصدرين مرونة فى أختيار البلاد التى تسوق بها (investopedia, Dictionary).

وقد استحوذ المتعاملون الرئيسيون على ٩٦% من إجمالى قيمة التداول للسندات ٨,٥٢٥ مليار جنيه و٨٦% من إجمالى كمية السندات ٧,٨٣٤ مليون جنيه خلال عام ٢٠٠٥ بينما سجلت سندات الشركات قيمة تداول منخفضة حيث مثلت ٢% من إجمالى قيمة التداول خلال العام بلغت ١١٦ مليون جنيه بعد أن جرى تداول ١,١٥ مليون سند .

ونظراً لنشاط سوق تداول السندات فى الفترة الأخيرة بالمقارنة بالفترة السابقة عليه فقد أمكن رسم منحنى عائد Yield Curve والذى يستخدم كأساس لتسعير إصدار جميع سندات الشركات ذات الدخل الثابت وذلك كما فى الشكل التالى :

منحنى العائد لهيكل أسعار الفائدة (طبقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين)




وبالرغم من التطور الذى حدث فى سوق السندات الحكومية إلا أنه لم يساير التطور فى سوق الأسهم حيث يمثل حجم تداول السندات خلال عام ٢٠٠٥ نسبة ٦% بالمقارنة بحجم تداول الأسهم والتى تمثل نسبة ٩٤% ، ويميل المستثمرين للأسهم عن السندات فى ظل أن الأوراق ذات الدخل الثابت خصائصها صعبة الفهم حتى بالنسبة للمستثمرين المتخصصين ، وأن معرفة المستثمرين لخصائص السندات ما زالت فى مراحلها الأولى ، هذا فضلاً عن إبتعاد فئة كبيرة من المستثمرين المصرين عن التعامل فى السندات لوجود شبهة مخالفة السندات لأحكام الشريعة الأسلامية.

## المطلب الثالث : قواعد تداول السندات فى السوق الثانوى المصرى :

نوجز أحكام قواعد تداول السندات فى السوق الثانوى المصرى وذلك فيمايلي:

١. تصدر السندات بقيمة اسمية معلنة تمثل ١٠٠% من فئة الإصدار ، ومعظم أنواعها يدفع فوائد بموجب كوبونات تكون مرفقة بالسند وتحسب تلك الفوائد على القيمة الاسمية للسند وبغض النظر عن القيمة السوقية . وكما أنه يتحدد سداد أصل السند فى تاريخ الاستحقاق النهائى للإصدار بواقع ١٠٠% من القيمة الاسمية للسند .

٢. يتم تسعير السندات استناداً إلى قوى العرض والطلب والمؤشرات الاقتصادية وبناء عليه ينتج عن عمليات الاتجار فيها تحقيق أرباح أو خسائر رأسمالية .

٣. يتم تداول السندات بالكم (أى بالقيمة) وليس بالعدد كما هو الحال فى الأسهم ، فيقال تم تداول سندات قدرها مليون جنيه بالقيمة الاسمية والسبب فى هذا أن السندات هى قروض مقومة بالعملة ، فالقيمة الاسمية لمليون جنيه سندات لجهة تساوى مليون جنيه قيمة اسمية لسندات أى جهة مصدرة أخرى .

٤. ويتم تحديد قيمة السند وفقاً لحساب العائد حتى الاستحقاق Yield t Maturity (YTM) ، وهامش العائد Yield Spread مقارنة بعائد على سندات حددت كمرجع Benchmark (عادة ما تكون سندات الخزانة الحكومية) فى سوق السندات لضمان حركة تداول نشطة والحفاظ على سيولة السوق .

٥. تعلن أسعار السندات فى صورة نسبة مئوية منسوبة إلى القيمة الاسمية لها ، وحيث أن القيمة الاسمية لأى سند تكون متساوية وهى القدر من المال الذى يتم استرداده واحتساب الفائدة عليه فإنه يطلق عليها ١٠٠% ، وبالتالى فإن أسعار السندات عند تداولها يمكن أن تزيد عن قيمتها الاسمية بمعنى أن تكون ١٠١% أو ١٠٢% ..الخ ، أى تباع بعلاوة عن القيمة الاسمية Premium to Par

Value ، أو أن تكون أقل من قيمتها الاسمية فتسجل مثلاً ٩٩% أو ٩٧% ..الخ ، أى تباع بخصم عن القيمة الاسمية Discount on Par Value ، أو يتم التداول لها بالقيمة الاسمية On Par Value ، كذلك فإن نظم التداول الآلية تتضمن حساب العائد إلى الاستحقاق بالنسبة لكل سند مما يساعد المتعاملين على إصدار أوامر الشراء أو البيع سواء كان ذلك بالنسبة المئوية أو بالعائد على السندات .

٦. تعلن أسعار السندات صافية من الفوائد المستحقة عليها أى بدون إضافة القدر المتراكم من الفائدة المستحقة عليها (السعر النظيف) Clean price ليسهل عملية المفاضلة فى أسعار السندات .

صافى سعر السند = مجمل سعر السند – الفوائد المستحقة على السند [١]

**٧. عند تداول السندات يدفع المشترى للبائع ما يلى :**

أ- قيمة صكوك السندات المشتراه وهى حاصل ضرب سعر السند × نسبة مئوية × فى القيمة الاسمية لجملة السندات المشتراه .

ب- الفوائد المستحقة على السندات المشتراه على أساس حاصل ضرب معدل الكوبون السارى على السند فى القيمة الاسمية للسندات المشتراه مضروباً فى عدد الأيام الفعلية المنقضية من تاريخ سداد آخر كوبون وحتى تاريخ التسوية لعملية الشراء مقسوماً على ٣٦٥ يوماً .

٨. يتم تداول سندات الشركات فى بورصة الأوراق المالية بنفس طريقة تداول الأسهم ، ويتم التسعير باستخدام السعر القذر Dirty Price أى يتضمن السعر الفوائد المستحقة (Accrued Interst) ، وتسير دورة التداول كما يلى :

---

(2) Clean Price the price of a debt security Exclusive of any accrued interest (Robert A. Strong, "practical investment management", south western college pub.,1996, p527).

| | جانب المشترى | جانب البائع |
|---|---|---|
| | | - يتم استلام الطلبات .<br>- يتم التحقق من السندات بواسطة أمناء الحفظ . |
| T (today) | التنفيذ بالبورصة | |
| T + 2 | الأموال تودع فى حساب السمسار عند أحد بنوك التسوية المرخص لها . | البائع يخطر أمين الحفظ لإرسال السندات إلى شركة مصر للمقاصة . |
| T + 4 | - تخصم مصر للمقاصة المبالغ من حساب السمسار .<br>- تقوم المقاصة بإرسال السندات وشهادة الملكية للسمسار .<br>- السمسار يرسل السندات إلى أمين الحفظ . | مصر للمقاصة تودع المبالغ فى حساب السمسار عند أحد بنوك التسوية المرخص لها . |

**Source**: EFG-Hermes, Case.

٩. تسوية العمليات :

حدث تطور بشأن تسجيل العمليات وتسويتها من خلال شركة مصر للمقاصة والحفظ المركزى ابتداءً من يونيو ٢٠٠٢ وقيام البنك المركزى بإدخال نظام التسجيل الدفترى، وطُبق على أذون وسندات الخزينة لتسهيل عملية تسويتها وقصر مدتها إلى T+1 بدلاً من T+4 لتجنب مخاطر التسوية Settlment Risk.

١٠. الشركات المتعاملة فى السندات :

وقد قصر المشرع المصرى التعامل فى السندات على شركات الوساطة والسمسرة فى السندات لحسابها أو لحساب عملائها لتقوم بدور صناع السوق ولذلك اشترط للترخيص لهذه الشركات رأس مال معين وتجهيزات معينة

وشروط الكفاءة للقائمين عليها ، وأجاز لها أن تقوم بعقد اتفاقيات البيع وإعادة الشراء ويتم تنفيذ هذه الاتفاقيات بموجب تبادل وثائق يبيع بموجبها أحد أطراف الاتفاق سندات إلى الطرف الآخر مع التزامها بإعادة بيعها للطرف الأول فى تاريخ مستقبلى ولا يجوز لهذه الشركات تقاضى عمولة عن عمليات البيع والشراء التى تتم لحسابها الخاص [1].

١١. أما أذون الخزانة فيتم التعامل عليها من خلال نظام المتعاملين الرئيسيين خارج المقصورة Over The Counter (OTC) ، وتدون الأسعار من خلال نظام الكترونى مما يسمح لجميع الأطراف المعنية بالإطلاع على التعاملات ، وقد سارت مصر على نهج الأسواق المالية المتقدمة منذ إدخال نظام المتعاملين الرئيسيين فى مصر فعلياً ابتداءً من ٢٠٠٤/١١/٣ وحتى تاريخه .

ودور بورصة الأوراق المالية فى هذه التعاملات محدود لأن التعاملات تتم خارج المقصورة OTC ، والبورصة أداة للإعلان عن الأسعار على الجمهور بعد إتمام التداول بين المتعاملين الرئيسيين ، ثم يتم إخطار البورصة بالتعاملات لتقوم بإخطار البنك المركزى بنقل الأموال من حسابات العملاء المشترين إلى حسابات البائعين فى اليوم التالى T+1 ، وتقوم المقاصة بنقل الأرصدة من حسابات البائعين إلى المشترين من خلال نظام القيد الدفترى .

ونظام تداول المتعاملون الرئيسيون المطبق فى بورصتى القاهرة والإسكندرية من الأنظمة المتقدمة عالمياً ، حيث يمنح شفافية لسوق السندات التى كانت تنقصها فى الماضى والمعلومات المتوافرة التى كانت ضئيلة ، ويتكون النظام من :

أ- شاشة إدخال عمليات البيع بمعرفة الطرف البائع والتى تتضمن جميع البيانات

---

(١) المواد من ٢٦٩ وحتى ٢٧٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ .

الخاصة بالسند (تاريخ الإصدار ، تاريخ الاستحقاق ، السعر الإجمالى ، الفائدة المتراكمة ، السعر بدون الفائدة المتراكمة ، معدل الكوبون ، ميعاد استحقاق الكوبون التالى ، العائد الحالى ، العائد حتى الاستحقاق ، العائد حتى الاستدعاء وفترة الاسترداد) ، وفى حالة رغبة المشترى فى قبول ذلك العرض يقوم بإدخال بياناته داخل تلك الشاشة والضغط على زر "قبول العرض .

ب- شاشة لعرض أسعار الطلبات والعروض لكل متعامل على كافة الإصدارات .

ج - شاشة عرض أسعار البيع والشراء لجميع المتعاملين على كل إصدار على حده.

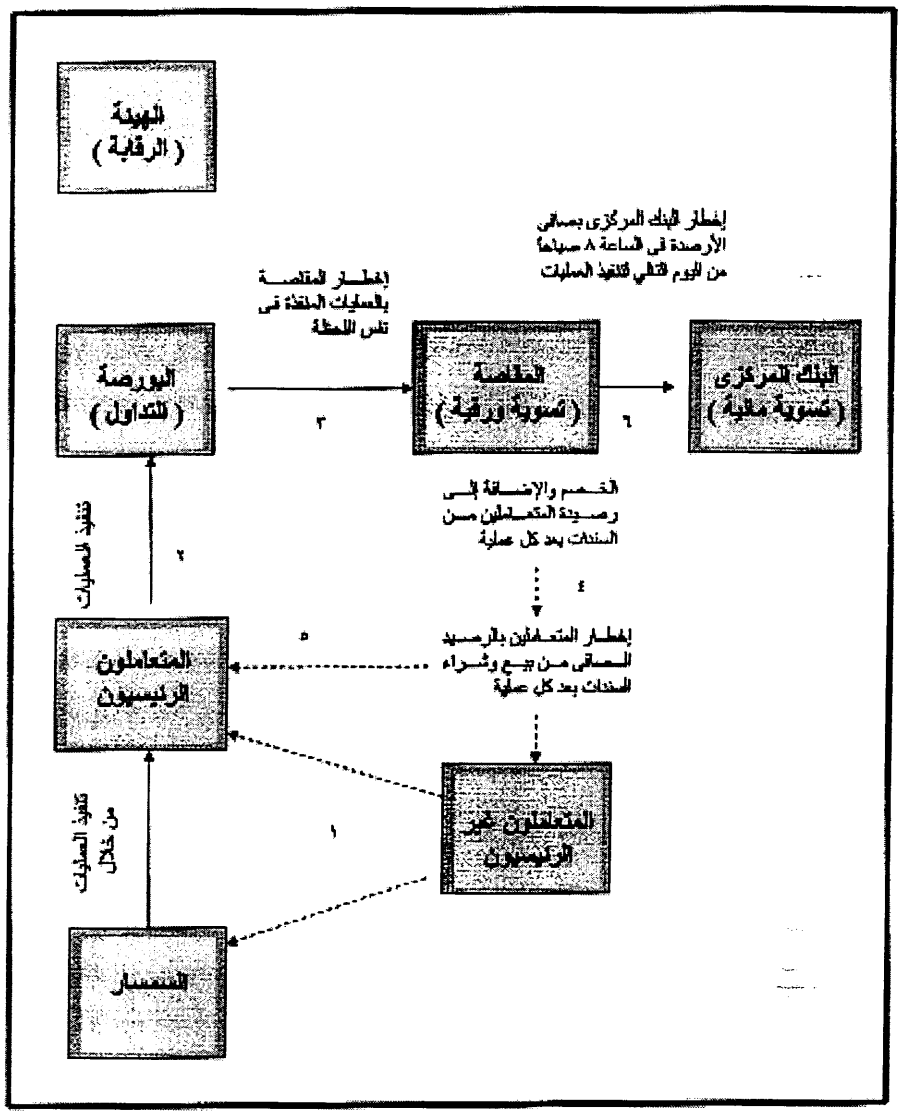
د - بمجرد قبول العرض من طرف المشترى تظهر تلك العملية على شاشة العمليات المنفذة فى البورصة ، ويتم إرسال تلك العمليات المنفذة إلى شركة مصر للمقاصة فى نفس اللحظة لكى يتم تخصيم وإضافة تلك الكميات لرصيد المتعامل من السندات حيث يتم ربط كل متعامل مع شركة مصر للمقاصة من خلال شاشة توضح له الرصيد الصافى من بيع وشراء السندات بعد كل عملية منفذة .

هـ - فى الساعة الثامنة صباحاً من اليوم التالى لتنفيذ العملية (T+1) تقوم شركة مصر للمقاصة بإرسال صافى أرصدة المتعاملين الرئيسيين إلى البنك المركزى الذى يقوم بدوره بالخصم من والإضافة إلى الأرصدة النقدية للمتعاملين الرئيسيين ، وفى حالة عجز أحد المتعاملين عن سداد التزاماته المالية فى اليوم التالى لتنفيذ العملية يتم استخدام الاحتياطيات النقدية للبنك المركزى لسداد ذلك العجز وحساب فائدة على المتعامل .

و - ويقوم المتعاملون الغير رئيسيون بتنفيذ عملياتهم من خلال المتعاملين الرئيسيين أو من خلال سمسار ، والذى يقوم بالتنفيذ من خلال متعامل رئيسى حيث أن المتعامل الرئيسى طرف أصيل فى أى عملية .

شكل رقم (١٠) رسم تخطيطى

لنظام التداول الإلكترونى المعد لتنفيذ عمليات المتعاملون الرئيسيون



## المبحث الخامس
## مقترحات لتنشيط سوق السندات

ونعرض فيما يلى لعدد من المقترحات لتطوير وتنشيط سوق السندات وذلك على النحو التالى :

### المطلب الأول : بالنسبة للإصدارات الحكومية :

تمثل الإصدارات الحكومية القاعدة الأساسية لباقى الإصدارات فى الدولة، حيث أن سعر الفائدة والعائد على الأوراق المالية الحكومية يمثل مقياساً Benchmark تستند إليه شركات القطاع الخاص التى ترغب فى إصدار السندات ، ولتنشيط هذه الإصدارات نقترح الآتي :

١ - إلتجاء الحكومة والهيئات الاقتصادية العامة إلى سوق السندات لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل من خلال إصدارات متعددة وقابلة للتداول .

٢ - أن يتم التسعير حسب قوى السوق عند الإصدار وعدم تدخل البنك المركزى أو وزارة المالية فى عملية التسعير ، على أن يتدخل البنك المركزى فى أسعار العائد من خلال عمليات السوق المفتوحة .

٣ - تنوع فى أسعار الفائدة للإصدارات ويمكن إصدار سندات ذات فائدة معومة حتى تظل تتمتع بالميزة النسبية لها ، وإصدار سندات ذات عائد شهرى أو كل خمسة عشر يوماً لتلائم التفضيلات المختلفة للمستثمرين .

٤ - السماح بالتحويل بين السندات الحكومية المختلفة كأن يتم تحويل السندات الحكومية إلى أذون خزانة أو سندات إسكان لزيادة درجة التنوع أمام المستثمر ، وبالتالى زيادة الإقبال عليها .

٥ - زيادة الإصدارات من السندات الدولية ، حيث لا يوجد سوى إصدارين الأول قيمته ٥٠٠ مليون دولار أُستحق فى يونيو ٢٠٠٦ ، والثانى قيمته ١٥٠٠ مليون دولار يستحق فى ٢٠١١م ، والملاحظ فى هذين الإصدارين أنه تم

تغطية ٧٠% منهما من قبل المؤسسات المالية المصرية ، ويجب الاهتمام بالإصدارات الدولية لأنها تؤدى إلى خفض العجز الكلى فى ميزان المدفوعات بقيمة هذه السندات ، ودعم قدرة البنوك والمؤسسات المصرية للاقتراض من الأسواق الخارجية، وتوفير مزيد من الدولارات فى السوق بسعر تنافسى يعطى قوة دفع للمشروعات التى تدر عائد بالعملة الأجنبية ، وتخفيض الطلب الداخلى على الصرف الأجنبى ، مع مراعاة أن تتم هذه الإصدارات بالتنسيق مع المؤسسات المالية العالمية من حيث توقيت الإصدار، الحجم الأنسب للإصدار ، أسلوب الطرح ، معدل سعر الفائدة المناسب لتوفير أساس اقتصادى قوى يمكن من اللجوء لهذه الأسواق .

٦ - وبالرغم من التقدم فى السنوات الأخيرة فى أسواق السندات الحكومية المصرية واللجوء إلى مروجين محترفين ومتخصصين Primary Dealer ، إلا أن عددهم لا يزيد عن ١٨ متعامل رئيسى لصعوبة توافر الاشتراطات المتطلبة من الناحية المالية حيث يتطلب فى المتعامل الرئيسى أن يكون رأس ماله لا يقل عن ٥٠٠ مليون جنيه ، وبالتالى حرمان الكثير من المؤسسات المالية من الحصول على ترخيص للعمل كمتعامل رئيسى ، مما يحد من المنافسة وبالتالى التسعير العادل ، كما يجب مراعاة الطرح الخاص Private Placement للإصدارات الحكومية بجانب Primary Dealers وبصفة خاصة المؤسسات مثل صناديق التأمين والمعاشات .

٧ - القيام ببرنامج متكامل للتوعية وذلك لإمكان خلق طلب عام على السندات ، وعلى كافة المستويات سواء الأكاديمى أو المهنى أو للعامة .

٨ - تصدر السندات الحكومية بقيمة اسمية كبيرة ١٠٠٠ جنيه ولا تناسب المستثمر ذو الملاءة المالية المتوسطة أو الصغيرة ، ولتفادى هذه المشكلة يمكن قيام المتعاملين الرئيسين بعد تغطية الإصدارات الحكومية أن تقوم بإيداع هذه السندات لدى أمين حفظ وإصدار مقابلها شهادات إيداع بمعامل تحويل كل سند يقابل من ٥ إلى ١٠ شهادات تحمل نفس تواريخ استحقاق السندات المقابلة لها وذلك حتى تناسب مدخرات شريحة كبيرة فى المجتمع فى ظل هذه الإصدارات أقل مخاطر بالمقارنة بالأوراق المالية الأخرى .

## المطلب الثانى : بالنسبة لسندات الشركات :

**ثانياً – بالنسبة لسندات الشركات :**

١ – غالبية الإصدارات قيمتها الاسمية ١٠٠٠ جنيه ، وارتفاع القيمة الاسمية للسند يعنى أن المصدر قد استبعد مسبقاً شريحة كبيرة هى المستثمرين ذوى الملاءة المتوسطة أو البسيطة ، وهو أمر لابد أن ينعكس على سيولة سوق السندات . ولتفادى هذا العيب يمكن أن تصدر السندات بقيمة اسمية صغيرة لتشجيع شريحة كبيرة من المستثمرين ، وأيضاً يمكن تطبيق ذات الآلية المقترحة للسندات الحكومية ولكن بالنسبة للشركات الحاصلة على درجات التصنيف الائتمانى العالية AAA [١]، حتى تقبل المؤسسة المالية التى تقوم بإصدار شهادة إيداع مقابل جزء من الإصدار .

٢ – تفعيل دور اتحادات حملة السندات من خلال السماح لممثل الجماعة فى حضور اجتماعات مجلس الإدارة وليس الجمعيات العامة فقط ، لمتابعة حماية حملة السندات باعتبار ذلك نوع من الرقابة الذاتية ، وأيضاً تخفيض نسبة ٥% اللازمة لتكوين جماعة حملة السندات إلى ٢% أو ٣% وذلك لتيسير تكوين هذه الجماعات وقيامها بالدفاع عن مصالح حملة السندات .

٣ – السماح للجهات الرقابية ممثلة فى الهيئة العامة لسوق المال ، فى رفع الدعوى الجماعية والاشتراك مع جماعة حملة السندات فى حالة إخلال المصدر بالشروط الواردة فى نشرة الاكتتاب .

٤ – أن يكون هامش الفائدة المتغيرة كافياً لتعويض حملة السندات من مخاطر الإفلاس أو عدم السداد وصعوبة بيعها بيسر ، وقادر على المنافسة مع الودائع المصرفية [٢].

---

(١) أعلنت مؤسسة التمويل الدولية (IFC)عن استعدادها لضمان سندات الشركات بالجنيه المصرى ولكن بشرط أن تكون حاصلة على درجات التصنيف الائتمانى AAA وهو ما يزيد من قوة سند الشركة . انظر د. هالة السعيد ، د. نجوى سمك ، المرجع السابق ، ص ٢٩ .

(٢) إصدارات السندات ذات الفائدة الثابتة الموجودة بالسوق قدرها ثلاثة مليارات جنيه وإصدار الشركات لسندات ذات الفائدة المتغيرة أربعة مليارات جنيه . (المصدر النشرة الشهرية للبورصة المصرية ، العدد إبريل ٢٠٠٦ ).

## المطلب الثالث : استحداث أدوات جديدة :

يفتقر السوق المصرى إلى العديد من الابتكارات المالية بسوق السندات ، إذ لا تخرج السندات الموجودة بالسوق عن السندات التقليدية والتى تشمل السندات ذات الدخل الثابت ، والسندات ذات العائد المتغير ، وإصدارين وحيدين من السندات القابلة للتحول إلى أسهم [1]، وبالتالى فإن خلو السوق المصرى من الأدوات التى تساعد على إدارة المخاطر يضعف من سيولة السوق ويحد من درجة الإقبال عليه لعدم القدرة على التنويع بما يتناسب مع الاحتياجات المختلفة وتتمثل فى السندات التى لا تحمل كوبون Zero Coupon Bonds ، وسندات المشاركة Participation Bonds ، والسندات ذات الدخل الثابت Incom Bonds ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Bonds ، والسندات القابلة للاستبدال Exchangeable Bonds و Put Table Bonds Warrants ، والسندات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ، والسندات المدعومة بأصول مالية Securitization .

وظهرت مع قروض الإسكان فى الولايات المتحدة الأمريكية لتنشيط سوق العقارات من خلال القيام بإصدار أوراق مالية (سندات غالباً) قابلة للتداول Securitization مضمون بتلك الرهون العقارية Mortagage Backed Securities ، وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط فى خدمة الصكوك التى تم إصدارها ، وسوق الرهن العقارى من أهم أسواق السندات ، ويعد أكبر سوق للسندات على مستوى العالم ، بحجم مقدر فقط فى الولايات المتحدة الأمريكية تقريباً ٦ ترليون دولار.

## المطلب الرابع : تنشيط سوق تداول السندات :

يتم تنشيط سوق السندات من خلال تأسيس شركات صناع السوق Market Maker ، ويقوم بهذا الدور فى الوقت الحالى المتعاملين الرئيسيين Primary Dealers ، ولكن نظراً لقلة عددهم (ثمانية عشر متعامل) واحتفاظ أغلبية المتعاملين الرئيسيين بالسندات الحكومية للحصول على العائد ، وتفضيل شريحة معينة من المستثمرين تتمثل فى المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار ، لذلك ينبغى على هذه

---

(١) المصدر : النشرة الشهرية للبورصة المصرية ، عدد ابريل ٢٠٠٦ .

المؤسسات والجهات الرقابية ممثلة فى البنك المركزى ووزارة المالية والهيئة العامة لسوق المال وبورصة الأوراق المالية القيام بالتوعية بأهمية السندات وتخلى المؤسسات المالية عن الاحتفاظ بمخزون السندات لديها ، وذلك يؤدى إلى السيولة على السندات فى السوق الثانوى .

## المطلب الخامس : النظام الضريبى :

حالياً كل الأوراق المالية فى مصر تتمتع بالإعفاء الضريبى ، فعندما صدر قانون سوق رأس المال سنة ١٩٩٢ ، كان وقتها ضريبة الأرباح الرأسمالية ٢% مفروضة على جميع الأوراق المالية وقد تم إلغائها فى عام ١٩٩٧ بالنسبة للمستثمرين الأفراد ، وفى عام ٢٠٠٠ تم إلغائها أيضاً بالنسبة للمستثمرين من المؤسسات ، وبصدور القانون رقم ٥ لسنة ١٩٩٨ أدى إلى تحجيم شهية البنوك نحو إصدار السندات نظراً لربط الإعفاءات الضريبية لعائد السندات باستثمارات فى السندات وأذون الخزانة لا تتعدى حقوق الملكية للجهة المستثمرة ، وفى عام ٢٠٠٥ صدر قانون الضرائب على الدخل الصادر بالقانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ فى المادة رقم (٧) بإعفاء عائد السندات المقيدة بالجداول الرسمية من الضرائب ، ولتشجيع عمل شركات الوساطة والسمسرة فى السندات فإنه يقترح أن تعفى أرباح هذه الشركات من الضرائب حتى تقوم بدورها فى صناعة سوق السندات .

## المطلب السادس : التعثر والإفلاس Bank Rupty:

تساعد قوانين الإفلاس فى حل مشاكل الشركات التى تواجه مصاعب مالية عن طريق تزويدها بآلية سريعة لتصفية أصولها بحيث يسترد المستثمرون أكبر قدر من حقوقهم فى هذه الشركات ، لم ينظم قانون سوق رأس المال إجراءات وحالات الإفلاس للشركات المصدرة للسندات ، بينما قانون التجارة ينظم إجراءات وحالات الإفلاس وهى إجراءات تأخذ فترات زمنية طويلة حتى تحصل على التخطيط النهائى للإفلاس Final Bankruply Ruling [١].

---

(١) أ.د/ حنان السمالوطى ، اللجنة القومية لتحديث التشريعات الإقتصادية ، النظام التشريعى للإفلاس والصلح الواقى منه فى القانون المصرى ، مارس ، ٢٠٠٧ ، ص ١٩.

وقد آن الأوان لتعديل قانون سوق رأس المال ليتضمن إجراءات أكثر يسر فى حالة إفلاس الشركة المصدرة للسند (عدم الوفاء بالتزاماتها لحاملى السند) ، الشركات المتعثرة أو إصدار تشريع متطور بشأن الإفلاس بما له من فائدة ليس بالنسبة للسندات ولكن بالنسبة للاستثمار فى أسواق الأوراق المالية بصفة عامة حيث أن كفاءة نظم الإفلاس والخروج من السوق تُعد أهم ضمانة لدائنى الشركات المتعثرة، ومن المؤشرات الرئيسية التى تعتمد عليها الدراسات العالمية ووسائل تصنيف وتقييم الاقتصاديات .

## المطلب السابع : طرح سندات متوافقة مع الشريعة الإسلامية :

يمكن تفعيل سوق السندات من خلال طرح بدائل لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية ، لتلبية احتياجات شريحة كبيرة من المستثمرين ، وفى الآونة الأخيرة ، انتشرت أدوات الدين المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ليس فى الدول الإسلامية فقط بل فى الدول الأوربية بل والمؤسسات الدولية كالبنك الدولى .

وتقدر قيمة الصكوك والسندات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى ٤,٦ مليار دولار ، وأن نسبة ٨١% من إجمالى الإصدارات الجديدة فى منطقة الخليج إصدارات تتفق مع الشريعة الإسلامية ، وأن المستثمرين الأجانب يمثلون شريحة مسيطرة وتتزايد على الاستثمار على هذه الأدوات ، وقد صدرت هذه الصكوك فى ألمانيا ، المملكة المتحدة ، وأخيراً إحدى شركات البترول فى ولاية تكساس وأن الشركات الأوربية تتلقى الدعم من بنك الاستثمار الإسلامى الأوربى EIIB الذى توصل إلى أن ما بين ٧٠-٨٠% من الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية فى الوقت الحاضر تعود ملكيتها لمستثمرين غير مسلمين وذلك بعد أن قام بدراسة على السوق [١].

وقد بدأ الفكر الإسلامى المالى فى طرح عدة بدائل يمكن أن تكون بديلاً عن السندات ونذكر أهمها بإيجاز ذلك على النحو التالى :

---

(1) www.mistnews.com/retrieve_akhbar_detail.asp?id=230910

**١ – اسم المقارضة أو المضاربة :**

وهى سندات تعنى من الناحية الاقتصادية الوثائق الموحدة القيمة الصادرة عن المصدر ويكتتب فيها المستثمرين مقابل دفع القيمة المحررة بها على أساس المشاركة فى الأرباح المحققة سنوياً حسب الشروط الخاصة بكل إصدار (١).

ويتم تداول هذه السندات فى السوق حسب أحكامها وتصدر على نوعين :

**أ – سندات مقارضة مشتركة :**

وهى عبارة عن سندات بفئات معينة تصدرها الشركة أو المؤسسة المالية وتطرحها فى السوق ، ثم تقوم بتمويل المشروعات المختلفة من حصيلتها ، وبالتالى تقسيم الأرباح الناتجة عن هذه الاستثمارات بين المصدر وأصحاب رؤوس الأموال بنسب محددة متفق عليها .

**ب – سندات المقارضة المخصصة :**

عبارة عن سندات لمشاريع خاصة ومحددة ، ويكتتب فيها المستثمرين حسب اختياره ، ومن حصيلتها تمول تلك المشاريع .

**٢ – سندات المشاركة :**

لا تختلف عن سابقتها كثيراً ، إذ أن صاحب السند فى المشاركة يكون له حق المشاركة فى الإدارة ، بينما فى المضاربة لا يكون له هذا الحق وصورها الاسهم غير المصوتة Non Voting Shares وتمثل حقوق مشاركة فى الأرباح دون أن يكون لها حق التدخل فى الإدارة أو التصويت أو الترشيح لمجلس الإدارة . وسندات المشاركة التى تمكن المصدر الدخول بنسبة معينة فى رأس مال المشروع ، وسندات المشاركة المنتهية بالتمليك وهى تخصص لتمويل مشروع ومدتها من ٥ إلى ٧ سنوات على أن يكون بأسلوب المشاركة المتناقصة ، وبالتالى خروج أحد الطرفين وتملك الطرف الآخر المشروع فى نهاية المدة .

---

(١) د. عبد العزيز الخياط ، الشركات فى الشريعة الإسلامية والقانون الوضعى ، ص ٦١ . د. عبد الباسط وفا محمد ، سياسات وأدوات مالية الدولة الإسلامية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٥ ، ص ٢١٣-٢١٥ .

### ٣ – سندات الإيجار[١]:

يتم إصدارها من المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية لشراء معدات أو عقارات ، ثم تأجيرها لمن يرغب ، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذى يحصل عليه أصحاب السندات ويمكن إصدارها على نوعين :

أ – سندات الإيجار الثابتة وهى تمثل الإيجار المستمر ، حيث يقوم المصدر بإصدار السندات ثم يشترى بأموال الاكتتاب فيها عقارات (عمارة مثلا) ، ويقوم بتأجيرها لمن يرغب ، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذى يوزع فى نهاية كل فترة على حاملى السندات بصفتهم مالكى هذا العقار .

ب – سندات الإيجار المتناقصة ، ويتم إصدارها بالشكل السابق ، ولكن يتم تخصيص الأموال لشراء معدات قابلة للإيجار بطريق التأجير التمويلى ، وقد اهتدى بيت التمويل السعودى إلى إصدار شهادات من هذا النوع .

### ٤ – شهادات الاستثمار الإسلامية [٢]:

وتمثل نصيب فى ملكية المحفظة ، يصدرها البنك الإسلامى للتنمية ، وتسجل الشهادات باسم مالكيها ، ويجوز نقل ملكيتها بعد تغيير الاسم فى السجل المذكور .

هذه بعض الأدوات المالية الإسلامية ونجد أن معظمها يقوم على مبدأ المشاركة حيث تمثل السندات حصة شائعة فى رأس مال مشروع معين ، وتشارك فى الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة ، وتتميز بآجال مختلفة من حيث التداول والاسترداد ، وأن أهم ما يميز الأدوات المالية الإسلامية عن غيرها من الأوراق المالية ، هى طبيعة ونوعية النشاط الذى يتم تمويله وهكذا توفر للمستثمرين والمدخرين الفرصة لاستثمار أموالهم فى مشروعات تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

---

(١) انظر : د. على القرة داغى ، الأسواق المالية فى ميزان الفقه الإسلامى ، ص ٢٢ ، مجلة الاقتصاد الإسلامى ، العدد ١٣٥ ، ١٤١٣هـ ، ١٩٩٢م .

(٢) مجلة مجمع الفقه الإسلامى ، الأدوات المالية الإسلامية ، العدد السادس .

# الباب الثاني

# الباب الثانى

## التوريق وأثره علي تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية

**تمهيد :**

بعد الأزمة الاقتصادية فى الثلاثينات من القرن الماضى ، اشتدت أزمة الإسكان فى الولايات المتحدة الأمريكية ، وعجزت المؤسسات المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية ، فأقر الكونجرس مشروع القانون الوطنى للإسكان فى عام ١٩٣٤ . وقد أجاز القانون التأمين على ديون الرهن العقارى الصادرة عن مقترضين غير حكوميين ، كما أنشأ فى ظله الهيئة الوطنية للرهن العقارى بواشنطن فى عام ١٩٣٨ والتى تغير اسمها لاحقًا للهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقارى .

وفى عام ١٩٦٨ ، تم فصل الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقارى إلى هيئتين منفصلتين هما : الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقارى (جينى ماى) Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) ، والهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقارى (فانى ماى) Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) ، وقد ظلت الهيئة الوطنية للرهن العقارى (جينى ماى) هيئة حكومية ، بينما تحولت الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقارى (فانى ماى) إلى هيئة خاصة بعدما بيعت حصة المال العام بها ، وفى عام ١٩٧٠ أنشئت مؤسسة (Freddie Mac) وهى شركة غير حكومية خاصة بتمويل المنازل فى الحالات الطارئة ، وتقوم بتجميع الرهون التى تشتريها ثم تصدر سندات مقابلها [١].

---

(1) Peter S. Rose, "Money and Capital Markets - Financial Institutions in a Global Marketplace", Six the Edition. Irwin, MacGraw - Hill, London, 1997.

وبدأ نشاط التوريق يزداد فى السبعينات من خلال قيام مؤسسة جينى ماى بضمان أول إصدار لأوراق مالية مدعومة برهون عقارية، من سداد أصل المبلغ والفوائد للمستثمرين فى هذه الأوراق فى السوق الثانوى ، بما يربط سوق الأوراق المالية بسوق الإسكان الفيدرالى ، وتقتصر مهمتها على ضمان الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية مرهونة ، والتى تقوم بإصدارها المؤسسات المالية الحاصلة على موافقة من شركة جينى ماى (Ginnie Mae) بممارسة هذا النشاط ، وحيث أن الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية مضمونة من مؤسسة جينى ماى فتعتبر حاملة لتصديق الحكومة الأمريكية ، ولذلك تمنح المستثمرين فى هذه الأوراق الثقة بأن مستحقاتهم ستؤدى فى مواعيدها [1].

وبسبب السياسات الاقتصادية التى اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية فى الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية حيث صدر قانون تشجيع أسواق الرهن العقارى الثانوية The Second Mortgage Market Enhancement Act of 1984 (SMMEA) ، الذى حرر أوراق الرهن من الخضوع لقوانين الولايات المتحدة ، كما صدر قانون الإصلاح الضريبى لسنة ١٩٨٦ الذى خلق أداة ضريبية جديدة تسمى قنوات الاستثمار فى الرهن العقارى Real Estate Mortgage Investment Conducts (REMICS) ، وأصبح نظام التوريق متعدد الشرائح ، ولذلك قامت شركتى فريدى ماى وفانى ماى بشراء قروض الرهن العقارى من البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية وبنوك الرهن العقارى والمقترضين الأوليين ثم تقوم بحفظ القروض فى محافظها الخاصة أو بيعها لمستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية Mortgage Backed Securities (MBS) .

---

(1) Orrick, Herrington & Sutcliffe, LLP, American Securitization, Forum, Nov. 2003, p2.
WWW.Financial Services .house. gov/media/pdf/113cc.pdf.

ولو نظرنا إلى الوزن النسبى لعمليات التوريق فى أسواق التمويل الدولية لوجدنا أن السندات قد بلغت ٨٤% من إجمالى القروض التى قدمتها الأسواق الأوربية وقدرها ٦٠٠ مليار دولارًا ، وأن حجم القروض التى تم توريقها فى السوق الأمريكية قد تضاعف ٥ أمثال فيما بين عامى ١٩٨٦ ، ١٩٩١ ، وبدايةَ من السبعينيات وحتى عام ٢٠٠٥ زاد سوق الرهن العقارى على مستوى العالم زيادة كبيرة حيث بلغ حجم الأصول التى تم توريقها على مستوى العالم ٧ تريليون دولار[١].

وجدير بالذكر أنه خلال الفترة من التسعينات وحتى ٢٠٠٣ زاد سوق الرهون العقارية على مستوى العالم زيادة كبيرة ، وذلك بعد أزمة المكسيك (١٩٩٤-١٩٩٥) وما تبعها من أزمات فى جنوب شرق آسيا وروسيا والبرازيل وبلغ حجم الأصول التى تم توريقها فى الولايات المتحدة ٣,٤ تريليون دولار .

وقد ظهرت عمليات توريق للرهن فى أوربا فى إنجلترا فى عام ١٩٨٧ ، ومن ضمن الدول التى استكملت فيها إصدار الأوراق المالية المدعومة بأصول سواء فى القطاع العام أم الخاص فرنسا ، ألمانيا ، أسبانيا ، إيطاليا ، بلجيكا ، هولندا والسويد ومن آسيا : اليابان ، هونج كونج ، تايلاند ، أندونيسيا ، الهند ، الفلبين ، وكثير من دول أمريكا اللاتينية وكندا وأستراليا ، ونيوزيلاندا ، وأيضاً عرفت الدول العربية الإصدارات المدعومة بالأصول ومنها الأردن ولبنان والكويت ومصر فى عام ٢٠٠٥ ، حيث أصبحت هذه الأداة مكون نمطي متحفظ باحثة عن العائد فى محفظة الاستثمار العالمية [٢].

---

(1) Vinod Kothari, "Securitization: the Financial instrument Of the Future" 3ed edition, 2006, Published by Willy Finance, p1.

(2) the institute of international Education, Fixed income/"Securitization" AUSID Program, Cairo. July 2003.p14.

وإذا كان التوريق قد ولد فى أحضان قروض الرهن العقارى وأخصها قروض المنازل فقد امتد ليشمل قروض السيارات Auto Loans مقبوضات بطاقات الائتمان Credit Card ، القروض البحرية Marine Loans ...الخ ، إلا أن هذا الابتكار عرف طريقه إلى ديون العالم الثالث Third World Debts ، وذلك على إثر اندلاع أزمة المديونية الخارجية للعالم الثالث ، فكانت خطة "برادى Brady" – وزير الخزانة الأمريكى – وهى خطة تعتمد على زيادة السيولة للدول النامية من خلال عدة مقترحات كان من بينها بيع جانب من الديون المستحقة على الدول النامية بواسطة مؤسسة دولية تساهم فيها الدول الصناعية (١).

وأخيرًا ، يقول خبراء وول ستريت Wall Street إن السماء هى السقف الوحيد الذى يعلو "التوريق" طالما أنه فى واقع الحال يمكن توريق أى شيء أمامنا ، لأن القيدين الوحيدين هما : القدرة على الإبداع والابتكار وعامل الزمن ، ومن بين الأسواق الحديثة التى تسير الحماس فى وول ستريت ، سوق الرهون العقارية ، وإيجارات الحاسوب والذمم المدينة لدى المتعاملين بالسيارات (قروض السيارات) .

وعليه سوف نتناول عمليات التوريق وأثرها فى تنشيط سوق الأوراق المالية فى ثلاث فصول ونتبعها بنتائج دراسة عمليات التوريق .

الفصل الأول : أساسيات عمليات التوريق

الفصل الثانى : أنواع وطرق ومتطلبات نجاح عملية التوريق

الفصل الثالث : تجارب الدول فى تطبيق عمليات التوريق

ونتائج دراسة عمليات التوريق

---

(١) راجع : د. عبد الفتاح الجبالى ، حول تصفية الديون الأفريقية ، مجلة السياسة الدولية ، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية بالأهرام ، العدد ٩٨ ، أكتوبر ١٩٨٩م ، القاهرة ، ص ١١٢ – ١١٣ .

# الفصل الأول

# أساسيات عمليات التوريق

## ( المفهوم ، المزايا ، المخاطر ، الأطراف )

**تمهيد :**

من الأهمية بمكان قبل الولوج فى صلب الموضوع أن نتطرق إلى المقصود بالتوريق ومزاياه فى " مبحث أول " ، ومخاطر هذه العملية فى " مبحث ثانى " ، تمهيداً للتعرف على أطراف عملية التوريق فى " مبحث ثالث " ، وأخيراً وسائل تحسين الجدارة الائتمانية لهذه العملية فى " مبحث رابع " .

## المبحث الأول

## مفهوم التوريق وأهميته

### المطلب الأول : مفهوم التوريق :

تصدى لتعريف التوريق نفر كبير من الكتاب الماليين والاقتصاديين والقانونيين ، وأختلفت التعريفات حسب زاوية الرؤية من حيث التركيز على مزايا التوريق أو أطرافه أو مخاطره أو نوعية الأصول القابلة للتوريق ...الخ .

وفى هذا الشأن يرى جانب من الفقه [1]بأن التوريق – اصطلاحًا[2] – تحويل البنك للديون المرهونة والموجودة لديه لأداة تمويلية غير تقليدية مع الالتزام بضمان سداد الأصل والفوائد فى تاريخ الاستحقاق حتى لو تعرض المقترض لمخاطر عدم السداد .

---

(١) د خالد أمين ، الخفية العلمية والعملية للتوريق : بحوث فى التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية ، اتحاد المصارف العقارية ، ٢٠٠٢ ، بيروت ، ص ٢٩ .

(٢) التوريق لغة هو : إخراج الورق ، فتقول ورق الشجر ، بتشديد الراء وفتحها توريقا ، أى أخرج ورقة . (مختار الصحاح للإمام محمد بن أبى بكر عبد القادر الرازى ، المطبعة الأميرية ، القاهرة ، ١٩٥٣م .

بالرغم من أن هذا المفهوم ركز على أحد أهم مزايا التوريق ألا وهو قدرته على تفعيل الجانب التمويلى اللازم لنشاط البنك ، إلا أنه أغفل الأساس الذى يستند إليه الإصدار وهو إسناد عملية التوريق لأصول (ديون) وهو ما يطلق عليه الأوراق المالية المستند إلى الأصول Asset Backed Securities ، وكذلك أغفل دور الشركة ذات الغرض الخاص Special Purpose Companies (SPV) مُصدرت التوريق .

وامتدادًا لنفس الخط فقد عرف البعض "Securitization" بأنه تحويل القروض وأدوات الدين غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول فى أسواق المال ، مستندة إلى ضمانات عينية ومالية ذات تدفقات نقدية متوقعة (١).

وفى تعريفات أخرى تم التركيز على قضيتى أطراف التوريق ونوع الديون القابلة للتوريق باعتبارهما تشكل الاهتمامات الرئيسية لنظام التوريق ، ومن هذا المنظور عرفه البعض بتجميع للموجودات ذات السيولة الضعيفة من قبل المؤسسات المصرفية أو المالية ثم بيعها حسب الشكل القانونى أو الاقتصادى لها لطرف ثالث يعرف باسم الوحدات ذات الغرض الخاص (SPV) التى تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية (سندات) مدعومة بتلك الموجودات المجمعة ، وطرحها فى الأسواق للمستثمرين ، عادة بعد إجراء عملية تحسين مسبقة لنوعية الائتمان لتلك الأوراق (٢).

---

(1) LEONT KEND all. "Securitization: A New Era in American Finance" Essay in "A Primer on Securitization" Edited by Leon T. Kendall and Micheal Fishman, The Mit Press, Cambridge, London, 1996.

(٢) اتحاد المصارف العربية ، "قضايا أساسية فى عملية التوريق والموجودات ، اتحاد المصارف العربية ، موسوعة التوريق (٢) ، بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٢ ) ص ٥٠ .

وقريب من هذا التعريف يرى جانب آخر من الفقه [1] ، أن التوريق ممارسة من شأنها تجميع عدد كبير من القروض غير السائلة Illiquid Loans أو الحقوق Receivables وتجميعها فى وعاء Pool واستخدامها فى إصدار أوراق مالية Securities للمستثمرين ، وأن هذه الأوراق المصدرة من هذا الوعاء تكون مدعومة من قوة ومكانة هذا الوعاء .

ويعرف البنك الدولى للإنشاء والتعمير التوريق بأنه حشد للأصول التى غالبًا ما تكون سندات مديونيات مجمعة لبطاقات الائتمان Card Credit Receivables أو رهون عقارية Mortgages أو إيجارات Leans ومقيدة بالميزانية العمومية للشركة أو لمؤسسة تمويل وطرحها للبيع للمستثمرين [2].

وعرف بعض الفقه [3] التوريق من خلال التركيز على عنصرى التمويل والإصدار بأنه تكنولوجيا مالية مستحدثة تفيد حشد بنك لمجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول فى صورة دين واحد معزز ائتمانيًا ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب فى صورة أوراق مالية لتقليل التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون ، وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك .

---

(1) "in general, securitization refer to practice of collecting large numbers of illiquid loans of receivables into pools that are used to collateralize securities for eventual sale to investors".(Stephen L. Schwacz, The Alchemy of Asset Securitization, 1st AN. J.L. Bus & Fin. 133-135, 1994).

(2) IFC, No. 6, "Financial Institution, World Bank, Wash., D.C., 1998, p. 84.

(٣) راجع د. حسين فتحى عثمان ، التوريق المصرفى للديون الممارسة والإطار القانونى ، دار النهضة العربية – بدون سنة نشر ، ص ٣٥ .

وقد اهتم البعض [١] ، إلى إبراز هدف التوريق وهو التمويل أو توفير السيولة دون إغفال وسيلة بلوغ الهدف فعرف التوريق بأنه الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة .

ويرى جانب آخر[٢] ، بأن التوريق يعنى ببساطة الأصول المدعومة بأوراق مالية Asset Backed Securities ، بينما جانب فقهى آخر[٣] ، الصورة الغالبة للتوريق من الناحية الفنية حيث عرف التوريق بأنه إصدار أوراق مالية (سندات) مضمونة بمجموعة من الحقوق المالية (محفظة التوريق) مستقلة عن الجهة المنشئة لهذه المحفظة ، وتعطى هذه السندات لأصحابها حق الأولوية على جميع الحقوق المالية والعوائد التى تنشأ عن هذه المحفظة .

وعرفها المشرع الفرنسى [٤] ، بأنها لجوء مؤسسة ائتمان إلى صناديق الاستثمار فى الديون du Fond Commun de Creances لإصدار أوراق مالية (أسهم وسندات) بضمان تلك الديون .

---

(١) انظر : د. خالد أمين عبد الله ، الخلفية العلمية والعملية للتوريق ، اتحاد المصارف العربية ، موسوعة التوريق (٢) ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٣ ، والمرجح أن المقصود بالأصول المخلقة فى هذا التعريف هو تلك الأوراق المالية الجديدة التى تصدرها شركات (SPV) ، ولذلك يطلق جانب من الفقه على التوريق إصطلاح "الأوراق المالية المخلقة" حيث أن عملية التوريق تنطوى على خلق أوراق مالية ذات سيولة مرتفعة نسبيًا ، من أصول مالية ذات سيولة منخفضة . راجع : د. منير هندى ، الفكر الحديث فى إدارة المخاطر : الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الأول – التوريق ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، بدون سنة نشر ، ص ٣٨٣ .

(2) Charles P.Jones, investments Analysis and management p37.

(3) Steph B. Strauss, Securitization, Egypt Financial Services, June 15, 2005. "A securitization is an ISSUE of a debt instrument (bonds) backed solely by a pool of financial assets (the securitization port folio) which is isolated from the originator, giving the bondholders first claim on all financial right from those assets".

(٤) يحكم أنشطة التوريق فى فرنسا ، المرسوم المنشور بالجريدة الرسمية برقم ٧٥ ، فى ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ ، والمعدل للقانون رقم ٨٨-١٢٠١ بتاريخ ٢٣ ديسمبر سنة ١٩٨٨ فى شأن صناديق الاستثمار فى الديون وهى تماثل شركات التوريق (SPV) فى النموذج الأمريكى .

وقد عرف المشرع المصرى [1] التوريق من خلال تعريفه لشركات التوريق بأنها هى التى تزاول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول فى حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها، وعليه فإن التوريق يطلق على العمليات التى تزاولها شركات الوساطة المالية المتخصصة والتى تعرف بـــ(شركات التوريق) بعد أن تحال إليها الحقوق المالية والمستحقات آجلة الدفع من قبل المؤسسة أو الشركة طالبة التوريق ، وتصدر مقابل تلك الأصول المالية سندات قابلة للتداول فى أسواق الأوراق المالية ، وبذلك اتجه إلى النموذج الأمريكى للتوريق إلا أن المشرع المصرى حصر عمليات التوريق فى إصدار سندات ، باعتبار أنها الصورة الأكثر استخدامًا وانتشارًا فى عملية التوريق لكونها تعبر عن عقود مستقبلية أغلبها طويلة الأجل .

وبناء على ما أوردته التعريفات السابقة من علامات مرشدة فإنه يمكن القول بأن ( التوريق هو بيع الأصول المالية "قروض ، ديون ، ...الخ" ذات التدفقات النقدية الآجلة والمتسمة بقدر من الثابت على المدى المتوسط أو الطويل ، ولا تتمتع بسيولة كافية إلى مؤسسة مالية متخصصة لإصدار أوراق مالية (أسهم ، سندات ، ..الخ) مضمونه بتلك الأصول ، وقابله للتداول فى الأسواق الثانوية ، بضمان تلك الأصول المالية ) .

وتتشابه عملية التوريق مع آداه مصرفية أخرى وهى شراء الحقوق التجارية Factoring ، لذلك نبين تعريف هذه الآداه للوصول إلى الأختلاف بينها وبين عملية التوريق وذلك على النحو التالي :

---

(٤) المادة ٤١ مكرر من قانون سوق المال الـصادر بالقـانون رقـم ٩٥ لـسنة ٩٢ والمعـدل بالقـانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ، الجريدة الرسمية ، العدد ٢٥ تابع (أ) فى ٢٠٠٤/٦/١٧ .

شراء الحقوق التجارية Factoring عرفته المادة الأولى من اتفاقية أوتاوا لسنة ١٩٨٨ "بأنه عقد بين طرف يسمى بائع للحقوق وآخر يسمى مشترى للحقوق يخول الأول تحويل ملكية حقوقه للآخر المتحصلة من عقود بيع البضائع أو الخدمات إلى عملائه (المدينين)" (١).

وعرفه البعض الآخر بأنه : ( عقد تقوم بمقتضاه شركة بتقديم خدمات التمويل وحفظ الحسابات وتحصيل أوراق القبض والحماية من مخاطر الائتمان مقابل تنازل العميل عن أوراقه التجارية بالبيع أو الرهن ) (٢).

ويتضح مما تقدم أن هذا العقد له ثلاث خصائص : الأولى التمويل "الائتمان" وتتمثل فى قيام مؤسسة Factoring بتعجيل حقوق الدائن على مدينه مقابل نسبة من قيمة هذه الحقوق، والثانية وهى الضمان وتتمثل فى عدم رجوع مؤسسة Factoring على عميلها الدائن فى حالة الإخفاق فى قيمة الحقوق على مدينه والتى حازت قبولها، والثالثة تقديم خدمات أخرى تتمثل فى إمساك وحفظ الحسابات .

ويتشابه نظام التمويل من خلال شراء الحقوق التجارية Factoring والتوريق Securitization ، فى ثلاث عناصر : الأول التمويل فى النظامين يأخذ شكل تعجيل حقوق الدائن على مدينه بواسطة طرف ثالث وهى شركة التوريق ومؤسسة Factoring ، والثاني التزام شركة التوريق ومؤسسة Factoring بعدم الرجوع على الدائن (المحيل) بقيمة الحقوق المالية إذا أخفق فى عملية التحصيل قبل المدينين

---

(١) International Legal Materials, "Undroit convention on international factoring", xxxv11, No. 4, July 1988, pp. 943-953.

مشار إليه :

أ.د. أحمد عبد الرحمن الملحم ود. محمود أحمد الكندرى ، "عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق" ، مجلس النشر العلمى، جامعة الكويت ، ٢٠٠٤ ، ص ١٨ .

(٢) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلى المصرى "خدمات مصرفية جديدة : شراء الفواتير بالجملة Factoring ، العدد ٣ ، المجلد الخمسون ، سنة ١٩٦٧ ، ص ٨ .

والثالث وجود منشئة خاصة فى النظامين تقوم بالتمويل ، والطرف المنشئ فى التوريق يقابل العميل (التاجر) الذى يبيع منتجاته إلى آخر فى Factoring والمدين هو نفسه فى النظامين ، وبالرغم من ذلك إلا أنه يوجد اختلاف بينهما فيما يلى [1]:

١- يهيمن طابع الجماعية على شراء الحقوق التجارية ، وبمقتضاه يلتزم العميل أن يقدم لمؤسسة Factoring جميع فواتيره الحاليه والمستقبلية على مدينه ، ولا تلتزم هذه المؤسسة بخدمتي التعجيل والضمان إلا للفواتير التى تخط بقبول منها وتتعهد بتحصيل بقية الفواتير بمقتضى عقد الوكالة العادية ، فى حين لا يعرف نظام التوريق طابع الجماعية ، فيقتصر اتفاق الحوالة على محفظة الحقوق التى يعرضها المنشئين وتقبلها الشركة ذات الغرض الخاص ، دون بقية المحافظ المستقبلية .

٢- تقدم مؤسسة Factoring لعميلها مجموعة من الخدمات الملحقة ، تتمثل فى تحصيل الفواتير المقبولة وغير المقبولة وإمساك الحسابات ، أما فى التوريق تُترك إدارة المحفظة إلى أمين الحفظ أو مدير الاستثمار .

٣- الدائن فى نظام Factoring – غالباً – منشأة صغيرة أو متوسطة الحجم فى حين أن الدائن (المنشئ) فى نظام التوريق مؤسسة كبيرة – مثل شركات التمويل – متخصصة فى التمويل والإدارة .

٤- فى نظام التوريق يتم ربط الأسواق التجارية بأسواق المال حيث يتم إصدار أوراق مالية قابلة للتداول فى أسواق الأوراق المالية ، فى الوقت الذى لا تؤدى فيه مؤسسة Factoring أي دور لربط الأسواق التجارية بسوق الأوراق المالية .

---

(١) – راجع أ.د. حسين فتحى ، التوريق المصرفى للديون ، الممارسة والإطار القانونى ٢٠٠٢ ، ص ١٦٠ ، وكذلك المراجع العديدة التى أشار إليها .

– دكتور هشام فضلى ، عقد شراء الحقوق التجارية ، دار النهضة العربية ، ١٩٩٧ ، ص ٣٤ .

٥- فى نظام التوريق يتم نقل مخاطر تحصيل الحقوق من السوق المصرفية إذا كان المنشئ مؤسسة مصرفية إلى أسواق الأوراق المالية ، فى حين Factoring يتم نقل هذه المخاطر من الأسواق التجارية إلى الأسواق المصرفية .

٦- فى نظام Factoring تكون محفظة الحقوق المحالة قاصرة على الحقوق التجارية المستحقة للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم ، بينما فى عملية التوريق تمتد هذه المحفظة لجميع الحقوق المالية مثل القروض العقارية وبطاقات الائتمان ...الخ .

٧- تهدف عمليات التوريق لاسيما المؤسسات المصرفية إلى الالتزام بمعدل اليسار، بينما نظام الـــ Factoring يهدف إلى مساعدة منشأة العميل على زيادة الإنتاج ورفع معدل التصدير من خلال تحسين ظروفه المالية .

٨- تؤدى عمليات التوريق إلى إدخال أداه استثمارية وجاذبة للمدخرين ، بينما فى نظام الـــ Factoring تؤدى إلى العميل تمويل وضمان محفظة حقوقه التجارية على مدينة فقط .

٩- فى عمليات التوريق يتم التمويل بعيداً عن النظام المصرفى ، بينما فى نظام الـــ Factoring يتم التمويل من قبل الجهاز المصرفى .

## المطلب الثانى : أهمية التوريق

للتوريق أهمية كبيرة للمؤسسات المالية، والمستثمرين ، وسوق الأوراق المالية ، وسنتعرض فى هذا المبحث أهمية عمليات التوريق ، وذلك على النحو التالى :

### أولاً – أهمية التوريق للمؤسسات المالية :

#### ١ – وسيلة لتحسين السيولة :

فالمؤسسة المالية المنشئة The Originator عندما ترغب فى الحصول على التمويل المطلوب ، فإن عملية التوريق تعد وسيلة جيدة لتحسين السيولة النقدية Improving Liquidity ، ببيع الأصول المالية غير السائلة من قروض عقارية وتسهيلات ائتمانية وديون إلى المؤسسة ذات القرض الخاص (SPV) ، والحصول على التمويل فورًا بدلاً من تجميد جزء من أموالها لفترة زمنية طويلة ، مما يؤدى إلى تحسين السيولة فى محفظتها الاستثمارية لإدارتها بطريقة أكثر دقة [١].

#### ٢ – وسيلة لتحسين هيكلة رأس المال :

تعزز إمكانيات البنوك والمؤسسات المالية فى الوفاء بالمعايير الدولية لكفاية رأس المال حيث تتطلب توصيات لجنة بازل تبنى نسبة بحد أدنى ١٢%-١٥% كمعدل للملاءة المالية فى ظل توسع البنوك فى خدماتها المالية [٢].

---

(1) Comptroller's Hand book, "Asset securitization", Comptroller of the Currency Administrator of National Bank, Nov. 1997, p. 4.

(٢) د. محمد زيدان إبراهيم ، القياس والإفصاح المحاسبى عن عمليات التوريق فى ضوء المعايير المحاسبية بالبنوك التجارية : دراسة تطبيقية ، بحث غير منشور ، ٢٠٠٥ .

### ٣ – وسيلة للتحرر من قيود الميزانية العمومية للمؤسسات المالية :

عملية التوريق ستمكن المؤسسة المالية المنشئة من تحسين ميزانياتها العمومية وربحيتها ، ويعود ذلك إذا تمت معاملة الأصول المالية على أنها عملية بيع للأصول لأغراض محاسبية . فإن كل من الأصول المالية محل التوريق وكذلك المسئوليات الناجمة عنها سيتم شطبها من ميزانية هذه المؤسسة

Such Assets will remove from the Balance Sheet of the Originator.

إذ أنه طبقًا للمعايير المقررة من قبل منظمة معايير التمويل والمحاسبة الدولية يتم التعامل مع التوريق عن طريق إضافة الدخل الناتج عن بيع الأصول إلى جزء الأصول فى ميزانية الشركة بينما يتم حذف الأصول المباعة Off- balance-sheet وفى هذه الحالة فإن المنشيء لا يلتزم بالاحتفاظ بنسبة من الاحتياطى النقدى لهذا الأصل ، ويمكن استخدام هذه النسبة من الاحتياطى فى مزيد من الائتمان أو لأغراض منتجة أخرى [١].

### ٤ – مصدر تمويل غير تقليدى :

يُعد التوريق مصدر تمويل غير تقليدى وتكلفة إذ أنه فى أوقات الكساد تحجم البنوك عن منح ائتمانات جديدة ، وحتى فى أوقات الرواج فقد لا تستطيع البنوك تغطية كل طلبات الحصول على الائتمان المقدمة لها ، ولذلك فقد قامت شركة UBS البريطانية بإصدار أوراق قروض معومة بمبلغ ١٨٠ مليون جنيه استرلينى لمدة خمس سنوات بضمان إيجارات طويلة الأجل قدمتها شركة Lye Land-Daf [٢].

---

(1) - Comptroller's Handbook, asset securitization, comptroller the currency administrator of National bank, Nov. 1997, p 4-5.

- Bank for International Settlements, Basel Committee on Bank Supervision, "Consultative" Document: Asset Securitization, January, 2001, pp. 1-2.

(٢) د. خالد أمين عبد الله ، الخلفية العلمية والعملية للتوريق ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٤ .

**٥ – تقليل المخاطر الائتمانية للأصول بالميزانية :**

إذا ما تزايدت كمية القروض ومن ثم الأصول بالميزانية ، تكون عملية التوريق هى الحل الأمثل لتصحيح تباين الأصول مقابل الخصوم ، حيث يمكن بيع تلك الأصول من ميزانية المنشئ إلى الشركة ذات القرض الخاص (SPV) [١]. وبالتالى فهو أسلوب قانونى سليم لتخفيض المخاطر مع الحصول على الائتمان .

**٦ – الملائمة بين الأصول والمسئوليات (مشكلة عدم المطابقة) [٢]:**

عملية التوريق تضيف ميزة فى غاية الأهمية بأنها تعمل على تجنب المؤسسة المالية المنشئة مشكلة عدم المطابقة Mismatching الاستحقاقات بين أصولها ومسئوليتها Avoid Maturity Between its Assets and Liabilities الأمر الذى يعرض عملية المطابقة بين الأصول والمسئوليات لخطر داهم وهو سعر الفائدة .

والمقصود بمصطلح أو مفهوم عدم المطابقة فى علم التمويل، أن المؤسسات المانحة للائتمان تعتمد فى تحقيق إيراداتها على الفرق بين سعر الفائدة على الأموال المودعة لدى هذه المؤسسات ، والمدة الزمنية للقروض الممنوحة ، وتطبيقًا لهذه الفكرة من الناحية المحاسبية إذا كانت الأموال المودعة مدة سنة مثلاً فإن مدة القرض الممنوح يجب أن تكون سنة أيضًا وإلا حصلت مشكلة عدم المطابقة Mismatching .

---

(١) د. محمود محى الدين ، الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق ، إتحاد المصارف العربية ، ٢٠٠٢ ، ص ٤١ .

(2) Mr. Suleiman Abdi Dualeh, Islamic securitization: Practical Aspects, Geneva, Switzerland & St. HELIAR, Jersey Channel is Lands July 1998 , for the World Conference on Islamic banking ,p 4

**٧ – تشجيع عمليات التمويل :**

للتوريق أهمية قصوى للمؤسسات المالية والشركات المنشئة ، إذ بموجب عملية التوريق يتسنى لها مواجهة الطلبات التمويلية طويلة الأجل مثل قروض الرهن العقارى ، والتى تصل آجالها إلى ٢٥ سنة ، عن طريق بيع جزء من الأصول غير السائلة فى السوق الثانوى ، وتتمكن المؤسسات من إعادة تدوير رأس المال لقروض جديدة (١).

**٨ – مصدر جيد للمؤسسات المالية لتقديم الخدمات بمقابل لتعظيم مواردها الماليـــة :**

المؤسسة المالية المنشئة فى أغلب حالات التوريق يعهد إليها بإدارة الأصول محل التوريق بإعتبارها الأقدر والأكفأ على ذلك ، وبالتالى تستحق رسومًا أو مقابل خدمات عن القيام بإجراءات المطالبة والتحصيل بالإنابة عن المستثمرين Fee for Servicing the Assets on Behalf on the Investors ، وبذلك تحصل المؤسسة المالية على السيولة النقدية نتيجة توريقها لأصولها المالية وفى ذات الوقت تحصل على مقابل الخدمات التى تقدمها لإدارة هذه الأصول لحساب المستثمرين مما يساعد على تعظيم الموارد المالية للمنشئ (٢).

**ثانياً : أهمية التوريق بالنسبة للمستثمرين :**

يؤدى التوريق للمستثمرين فوائد عديدة أهمها :

١ – المقدرة على حيازة أدوات مالية جديدة ذات آجال ومخاطر وكوبونات مختلفة تلائم تفضيلات المستثمرين ، فى ظل أن التوريق عملية مركبة يمكن تخليقها حسب احتياجات المستثمر بالنسبة للمخاطر والعائد وتاريخ الاستحقاق بالمقارنة مع الأدوات المالية الأخرى (٣).

---

(1) Orrick, Herrington. And Sutcliff, LLP, American Securitization Forum, p9.

(2) Rodolph, (Patrick): La Mobilisation des Creances en Dorit Francais, These, Paris 1x, 1993, p. 251.

(3) Timothy C.Leixner, Esq., Securitization of Finance Assets, Holland & Kinght LLP, 2006-2007, p3.

٢ – تمنح الأوراق المالية المدعومة بالأصول Asset Backed Securities عائد أعلى بالمقارنة بالأدوات المالية الأخرى ، وذلك بسبب التصنيف الائتمانى المرتفع لهذه الأوراق غالبًا تحمل تصنيف (AAA) أو (AA) وذلك بسبب التنويع الكبير فى محفظة القروض ، ولأن شركات التصنيف الائتمانى Rating والجهات الرقابية من أهدافها توفير الحماية العالية للمستثمرين [١].

٣ – خلق تدفقات نقدية متوقعة طالما أن الأوراق المالية مضمونة بأصول مصنفة ائتمانية وبالتالي انخفاض المخاطر مقارنة بالأدوات المالية الأخرى ، حيث أنه بعد فضيحة شركة أنرون Enron scandal ، والركود الصناعى، وإنخفاض مؤشرات أسواق المال أصبح المستثمرون متحفظين أكثر من ذى قبل ، وبالتالي فإن مخاطر التوريق المضمونه بحزمة من القروض المتجانسة أقل مخاطرة من الأستثمار فى الأوراق المالية الأخرى [٢].

٤ – تنوع محفظة التوريق يتيح تقليص حجم المخاطر المالية للمستثمرين ، وزيارة العوائد عن العوائد التى تمنحها أدوات مالية أخرى ذات درجة مخاطر متساوية.

٥ – تحقيق الشفافية والإفصاح الكامل بشأن المخاطر والربحية والسيولة التى تنطوى عليها السندات التى تم توريقها .

٦ – المستثمر يحوز أداة مالية ذات سيولة عالية ، إذ أنها قابلة للتداول فى الأسواق المالية ، هذا فضلاً عن أنه يحق له الاقتراض بضمانها .

---

(1) Comptroller's Handbook, asset securitization, comptroller the currency administrator of National bank, Nov. 1997, p 4.

(٢) أكثر من ٧٥% من الأوراق المالية المصدرة بضمان الأصول حاصلة على درجة تقييم AAA ، Charles P.Jones, investments Analysis and management p38.

٧ – توفير التمويل اللازم لعمليات الاستحواذ .

التوريق يوفر للشركات الراغبة فى الاستحواذ Acquisition على شركات أخرى ، وسيلة لتمويل هذه الصفقات التى تتميز بكبر المبالغ المدفوعة فيها إذ تقوم هذه الشركات بتوريق أصولها المالية ، والحصول على النقدية واستثمارها فى شراء الشركات الأخرى بالتقدم بعروض لشراء Tender Offer دون اللجوء إلى التمويل التقليدى– البنوك – والذى يتسم بأنه تمويل قصير ومتوسط الأجل بعكس التوريق مصدر تمويل غير تقليدى متوسط وطويل الأجل [١].

**ثالثاً – أهمية التوريق للاقتصاد وسوق المال :**

١ – تحقق عملية التوريق اتساع دائرة النشاط الاقتصادى على مستوى الدولة ، إذ تعدد الأطراف المشاركة فى عملية التوريق من ممول وشركة ذات غرض ومستثمرين ومؤسسات عديدة قائمة على إدارة وخدمة هذه العملية يؤدى إلى قيمة مضافة للاقتصاد القومى .

٢ – نشاط التوريق يؤدى إلى إنخفاض العائد على الإقراض ، وتيسير شروط الإقراض نتيجة لضمان المؤسسة المالية المنشئة قدرتها على تسييل أصولها المالية فى أى وقت بما يمكنها من إعادة الإقراض ، وبالتالى زيادة معدل دوران وكفاءة الدورة المالية ، وبالتالى دفع عملية التنمية الاقتصادية وتحقيق معدلات نمو مرتفعة [٢].

---

(١) قامت شركة المصرية للاتصالات بالتقدم بعرض لشراء Tender Offer بتاريخ ٢٠٠٦/٩/٩ حتى نسبة ٢٤% من أسهم شركة فودافون بسعر السهم ١٠٠ جم للسهم بقيمة إجمالية تقترب من ٦ مليار جنيه ، وقامت بتوفير ١,٦ مليار جنيه من مصادرها الذاتية والباقى تسهيلات ائتمانية ، وكان يمكن لها أن تقوم بتوريق مديونيات والتدفقات المستقبلية وإصدار سندات، والحصول على الأموال بتكلفة أقل من القروض المصرفية ، ويمكن للشركة مستقبلاً القيام بسداد القروض من خلال توريق الحقوق المالية الآجلة لها .

(2) Mr. Suleiman Abdi Dualeh, Islamic securitization: Practical Aspects, Geneva, Switzerland & St. HELIAR, Jersey Channel is Lands July 1998 , for the World Conference on Islamic banking ,p 4

٣ – التوريق يؤدى إلى تنشيط الطلب على الاستثمار العقارى ذو الارتباط الاستراتيجى مع معظم القطاعات التقليدية مثل صناعة الأسمنت والمقاولات والبويات وغيرها ، وهو ما يعنى أن يكون له أثر مضاعف اقتصادياً على العديد من القطاعات بإيجاد استثمارات جديدة وخلق فرص عمل .

٤ – المساعدة فى تفعيل برنامج إدارة أصول الدولة "التخصصية" Privatization بغية تحقيق أهداف اقتصادية حيث يمكن للشركات المملوكة للدولة وتعانى عجز من توريق أصولها وإصدار سندات أو أسهم يكتتب فيها المستثمرون الأفراد والمؤسسات ، مما يمكنها من إعادة هيكلتها أو تسريع عملية Privatization .

٥ – التوريق خطوة هامة نحو تطوير وتنشيط سوق رأس المال لإستحداثه أداة مالية جديدة تتداول ببورصات الأوراق المالية، فى ظل التحولات من صيغ القروض المصرفية إلى صيغ التمويل من أسواق الأوراق المالية .

٦ – التوريق يربط سوق المال المحلية بالأسواق العالمية ، إذا ما تم إشراك شركات أجنبية مسجلة فى بورصات أخرى فى هذا النشاط [١].

٧ – تفعيل سوق المال وإيجاد منحنى عائد للسندات التجارية فى سوق السندات المصرى ، والوصول إلى أسعار أوراق مالية حقيقية ، والوصول إلى أسعار منخفضة للأوراق المالية المدعومة بالأصول Asset Backed Securities من خلال تفعيل اقتصاديات النطاق والحجم [٢].

٨ – يفعّل دور مؤسسات الوساطة المالية ويحقق أعلى استفادة ممكنة لها من أجور

---

(١) تقرير اللجنة المشتركة من لجنة الشئون الاقتصادية ومكتبى لجنتى الشئون الدستورية والتشريعية والخطة والموازنة ، التقرير السادس عشر ، مجلس الشعب المصرى ، ٢٠٠٤/٥/١١ ، ص ٦ .

(٢) د. محمود محيى الدين ، الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق ، مرجع سبق ذكره .

ورسوم مقابل القيام بالوساطة فى عمليات التوريق، واتساع هذا النشاط يؤدى إلى خفض تكلفة التمويل والتقييم والوساطة نتيجة خفض المخاطر .

٩ - تمويل الصادرات من خلال التوريق [١].

ويمكن توريق العقود المستقبلية بغرض تمويل الصادرات ، ومن أمثلة الدول التى قامت بتنمية صادراتها بمختلف أنواعها المكسيك والبرازيل والأرجنتين ، وحيث أبرمت المكسيك والأرجنتين عقود تصدير للبترول الخام لأكثر من ٥ سنوات مستقبلية مع دول عديدة ، وشركة PEMEX المكسيكية أبرمت عقود تصدير آجلة للبترول وصلت إلى ٥ مليار دولار أمريكى بتوريق التدفقات المستقبلية خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠٠٠ لتمويل عملية البحث عن البترول ، وقامت الأرجنتين بتنفيذ عملية توريق حديثة لعقود تصدير آجلة للبترول بإجمالى مبلغ نحو ٤٠٠ مليون دولار أمريكى ، كما استفادت البرازيل من توريق عقود تصدير الورق وعجين الورق بمبالغ وصلت إلى ١٥٠ مليون دولار أمريكى .

**رابعًا - أهمية التوريق فى علاج مشكلة الديون الخارجية :**

تفجرت أزمة المديونية الخارجية عندما أعلنت المكسيك فى عام ١٩٨٢ عجزها عن القيام بخدمة ديونها الخارجية مما تسبب فى أزمة للمؤسسات المالية العالمية ، حيث وجدت المكسيك ومجموعة كبيرة فى دول أمريكا اللاتينية أن قيامها بالوفاء بمديونيتها من شأنه أن يؤدى إلى الإضرار ببرامج التنمية الاجتماعية والاقتصادية [٢].

وقد طرحت الدول الصناعية الكبرى عدة مقترحات لمعالجة مشكلة الديون الخارجية للدول النامية ، ومن هذه المقترحات إعادة جدولة الديون ، إلا أن هذه

---

(١) أ / عزة شلباية ، مؤتمر عن مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية فى مصر ، القاهرة ، ١٣-٢٢ أكتوبر ٢٠٠٣ .

(٢) أ. يحيى حسن المصرى ، أزمة الديون الخارجية وأساليب علاجها ، معهد الدراسات المصرفية ، البنك المركزى ، ١٩٩٢ ، ص ٤-٥ .

الفكرة يراها البعض – وبحق – أنها تتيح للدول الكبرى إحكام سيطرتها على الدول المدينة ، ذلك أن اتفاقيات إعادة الجدولة تتضمن شروط قيام الدول المدينة بدفع فوائد تأخير عن الأقساط المؤجل سدادها ، وخضوعها لمراقبة صندوق النقد الدولى، والسماح له بالتدخل فى الشئون الاقتصادية لهذه الدولة ، وقيام الدول الدائنة بتمرير بعض مصالحها السياسية والتى لم تكن بوسعها أن تفرضها قبل ذلك (١).

لذلك بدأ التفكير فى التوريق كوسيلة لمعالجة مشكلة الديون الخارجية ، حيث لم تفلح الخطط الدولية بالتنازل عن كل أو بعض الديون ، وإعادة الجدولة ، ومن هنا تأتى فكرة التوريق كملاذ أخير وعملى لهذه المشكلة المؤرِقة للدول الدائنة والمدينة على السواء ، وطرحت الفكرة عن طريق المبادرة الفرنسية الثانية ومبادرة برادى ، ومبادرة بوش ، ونوجز ذلك فيما يلى :

**١ – المبادرة الفرنسية الثانية (٢):**

أعلن الرئيس الفرنسى فى بيانه خلال اجتماعات الجمعية العامة للأمم المتحدة فى سبتمبر ١٩٨٨م عن مبادرته الثانية لتخفيف عبء المديونية على الدول المتوسطة الدخل ، وتحويل الديون التجارية إلى سندات تستحق بعد فترات زمنية طويلة على أن يتم إنشاء صندوق خاص لدى صندوق النقد الدولى مهمته ضمان دفع الفوائد المستحقة على الديون التجارية التى تم تحويلها إلى سندات ، ويمول هذا الصندوق

---

(١) د. رمزى زكى : الديون والتنمية ، القروض الخارجية وأثرها على البلاد العربية ، المستقبل العربى ، القاهرة ، ١٩٨٥ ، ص ١٩–٢٥ .

د. رمزى ذكى ، أزمة الديون الخارجية ، رؤية من العالم الثالث ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، ١٩٨٧ ، ص ٥٤١ . د. محمد السيد سعيد ، الآثار السياسية الخارجية لمديونية العالم الثالث ، مجلة السياسة الدولية ، العدد ٢٨٦ ، أكتوبر ١٩٨٠ ، ص ١٢٧ .

(٢) المبادرة الفرنسية الأولى كانت خلال مؤتمر قمة الدول الصناعية السبع فى تورنتو ١٩٨٨ ، وتضمنت التنازل عن جزء من الديون وإطالة أمد السداد وتخفيض سعر الفائدة ، راجع ذلك فى :

أ.د. محمد محروس إسماعيل : "مشكلة الديون الخارجية للبلدان النامية" ، مجلة مصر المعاصر ، العدد ١–٤ يوليو ، ١٩٨٥ ، ص ١٠٣ ، أ. يحيى حسن المصرى ، تقرير إعادة الجدولة فى بعض دول العالم ، البنك المركزى المصرى ، العدد ١٩٩٣/٩٢ ، ص ١٤–١٥ .

عن طريق إصدارات جديدة من حقوق السحب الخاص من الدول الصناعية الكبرى.

**٢ - مبادرة برادى :**

أعلن وزير الخزانة الأمريكى برادى فى مارس ١٩٨٩ عن خطة جديدة لمعالجة الديون تعتمد على البنود الأساسية لمبادرة بيكر ، وتهدف إلى زيادة السيولة لدى الدول النامية وتخفيض حجم الديون وعبء خدمته ، وقد تضمنت الخطة ما بعد تحولاً فى موقف الدائنين حيث طرحت استبدال القروض بسندات مضمونة وبما ينطوى على تخفيض أصل الدين [١].

**٣ - مبادرة بوش :**

طرح الرئيس الأمريكى فى نهاية يونيو ١٩٩٠ مبادرة لتخفيف عبء الديون عن دول أمريكا اللاتينية ، تتضمن مبادلة الديون SWAP التجارية بأسهم [٢].

وكان من نتيجة ذلك أنه تم توريق ديون لـ٣٩٠ دولة ذات مديونية مرتفعة ، من خلال مبادلة الديون بسندات ذات قيمة اسمية أعلى أو بسندات بنفس القيمة الاسمية ولكن بأسعار فائدة مخفضة ، وقد قامت المكسيك بمبادلة القسم الأكبر من ديونها بسندات لمدة ٣٠ سنة ضمنتها الخزينة الأمريكية عن طريق إصدار سندات بدون كوبون Zero Coupon Bonds لصالح المكسيك ، وقام بتمويل هذه العملية كل من صندوق النقد الدولى IMF والبنك الدولى Word Bank ، فى مقابل قيام المكسيك بتنفيذ برنامج إصلاح اقتصادى متفق عليه [٣].

---

(١) أ.د. محمد محروس إسماعيل ، "ديون مصر والعالم" ، الأهرام الاقتصادى ، نوفمبر ١٩٨٩ ، ص ١٦ .

(٢) أ.د. رمزى فريد ذكى ، بحوث فى ديون مصر والعالم ، مكتبة مدبولى ، بدون تاريخ ، ص ٣٩٠ .

(٣) النشرة الاقتصادية للبنك الأهلى المصرى ، العدد (٣) ، المجلد ٢٤٢ ، ١٩٨٩ ، ص ١٩٩-٢٠١ . د. عبد الفتاح الجبالى ، مرجع سابق ، ص ١١٢-١١٣ . د. خالد أمين عبد الله ، الخلفية العلمية والعملية للتوريق ، مرجع سابق ، ص ١٥ .

وعملية توريق الديون الخارجية تتم بنفس آلية توريق أصول المؤسسات المالية ، وتتم بآليتين الأولى تحويل الدين الخارجى المقوم بعملة أجنبية إلى دين مقوم بعملة محلية ، والثانية تحويل الدين الخارجى المقوم بعملة أجنبية إلى دين داخلى مقوم بعملة الدولة المحلية ، ولنجاح عملية المبادلة يتطلب الأمر وجود مناخ جاذب للاستثمار فى الدول المدينة ، لاسيما التشريعات المالية والاقتصادية والنقدية ، وقامت دولة شيلي بتعديل لائحة النقد الأجنبى حيث سمحت للمستثمرين من أبنائها باستخدام أرصدتهم فى الخارج فى شراء ديونها الخارجية وتحويلها إلى ديون داخلية، وبذلك استقطبت أموال أبنائها الهاربة فى الخارج ، كما سمحت للمستثمرين الأجانب بمبادلة الدين بأسهم محلية ، وتتم عملية المبادلة فى الخطوات التالية [1]:

١ - يقوم المستثمر الشيلى - عن طريق وكيل أجنبى - بالبحث عن سندات دين خارجى على شيلى يكون قابلاً للاسترداد وتحويله إلى العملة المحلية بيزو .

٢ - يتم شراء الدين بخصم يصل - عادة - إلى ٣٣% من قيمته الاسمية .

٣ - يفوض المستثمر الشيلى بنكًا فى شيلى للحصول على موافقة المدين .

٤ - عند الموافقة تتم عملية الشراء عن طريق الوكيل الأجنبى لحساب المستثمر الشيلى ، والبنك الشيلى يقوم بتقييم الدين الخارجى وفقًا لأسعار الصرف المحلية ، ويصدر سندات بالعملة المحلية .

٥ - يحق للمستثمر الشيلى بعد ذلك التصرف فى السندات فى سوق الأوراق والأموال المحلية ويحصل على ٩٢% من قيمته الاسمية .

---

(١) جونز هوبكتر ، تحليل مقايضة للديون ، مقال منشور ، "تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص ، إعداد : ستيف ، هـ ، هانكى ، تعريب : محمود مصطفى غنيم ، دار الشروق ، ١٩٩٠ ، ص ١٥٦-١٥٨ .

توريق الديون الرسمية للدول المدينة سواء بأسهم من خلال مبادلة الدين بأسهم فى شركات وطنية أو بسندات محلية ، قد تكون وسيلة لعلاج مشكلة الديون الخارجية ، وذلك إذا تمت فى ظل منظومة من التشريعات المالية والنقدية والاقتصادية وإشتراط سداد الديون بالعملة المحلية، واستثمارها فى داخل الدول المدينة مع وضع الضوابط الكفيلة بعدم زيادة المعروض من النقود إلى الحد الذى يصل إلى التضخم .

## المبحث الثانى

## مخاطر وإدارة مخاطر عملية التوريق

إذا كان لعملية التوريق كثير من المزايا فإن هذه العملية تكتنفها أيضاً العديد من المخاطروتتمثل فيما يلي :

### ١ - مخاطر الائتمان : Credit Risk

تنشأ هذه المخاطر نتيجة توقف المدين أو المقترض عن دفع مديونياته ، وبالتالى فإن التدفقات النقدية للأصول الضامنة تقل ، ويتعرض حملة هذه الأوراق لمخاطر عدم السداد ، حيث أن شركات التوريق SPV وهى شركات ذات أهداف خاصة منظمة بحيث لا يكون لها أصول أو أى أعمال أخرى فيما عدا امتلاكها للأصول المورقة ، والتركيز الأساسى يكون على التدفقات النقدية لتلك الأصول .

ويجب أن يؤخذ فى الاعتبار عدم قيام المقترض بالدفع ، مثل ملاك السيارات فى حالة توريق قروض السيارات ، وبالرغم من أن هناك نسبة خسائر قليلة للقروض يمكن تحملها ، إلا أنه لابد وأن تقوم وكالات التقييم بتحليل التباين فى معدل التأخير Delinquency Rates ، والتوقف عن السداد Default ، وتقييم Evaluate أى عوامل قد تؤدى إلى تصاعد معدل التوقف عن الدفع Trigger an Escalation in Default [١].

والمؤسسات المالية المنشئة يهمها بالدرجة الأولى أن تراقب الخطر المالى، وهى بصدد منح القروض للمستفيدين الذين يمارسون أنشطة اقتصادية مختلفة ، ويواجهون مخاطر اقتصادية مختلفة مثل الدورات الاقتصادية وغيرها ، مما ينعكس بالضرورة على الأموال التى حصلوا عليها من المؤسسات المالية المنشئة - عادة البنوك - وبالتالى تكون هى الأخرى معرضة للخطر المالى ، وأن الوقوع فى هذا الخطر قد يؤدى إلى تهاوى الأسعار وضعف مستويات السيولة لدى المقرضين

---

(1) Development Training II A USAID Program Implement by the Institute of International Education Fixed Incom Securities & Securitization", op., cit., p. 3.

والمؤسسة المنشئة ، وأن هناك علاقة طردية بين معدل هذا الخطر وعدم مقدرة المقترض على السداد فى مواعيد الاستحقاق ، وبناء عليه فإن المؤسسة المالية المنشئة عليها تقليل هذا الخطر فى الحدود الدنيا (١).

وقد لا تراقب المؤسسة المالية المنشئة خطر ائتمانها أو قروضها المتمثل فى التأكد من يسار وملاءة العميل بسبب أن القروض طويلة الأجل ستكون محلاً للتوريق ، وقد لا تستطيع توريق الأصول ذات الجودة المنخفضة حيث لن يقبل عليها المستثمرين ، بينما يقبلوا على الاستثمار فى الأوراق المالية المضمونة بأصول مالية ذات جودة عالية ، وهذه الأصول الأخيرة سوف تشطب من ميزانية المنشئ ، ويتبقى الأصول ذات الجودة المنخفضة مما يؤثر فى مركزها المالى ، ومن ثم فى درجة ائتمانها ومنافستها وسمعتها.

**٢ - مخاطر السداد المبكر : Prepayment Risk**

تنبع مخاطر الإسراع فى السداد من سببين ، إما بسبب التغير فى ظروف المقترضين أو بسبب حصولهم على إعادة تمويل بشروط أفضل ، وبالتالى فإن المستثمر يتعرض لمخاطر حصوله على أمواله مبكراً فى الوقت الذى سوف يضطر لاستثمارها بأسعار فائدة منخفضة .

والأصل أن المقترض له الحرية فى أن يعجل بوفاء أقساط القرض كلها أو جزء منها ، وذلك قبل الموعد المتفق عليه ، ولا يستطيع المنشئ أو الممول أن يرفض هذا الوفاء المبكر ، لأن فى ذلك مصلحة له ، ولكن الممول من جهة أخرى قد يضار من هذا الوفاء المبكر لأنه سيترتب عليه خسارة لذلك ، فقد وضع المشرع المصرى فى قانون التمويل العقارى بعض القيود على حرية المقترض فى السداد المبكر .

إذ بمقتضى المادة ٩ من هذا القانون والمادة ١١ من اللائحة التنفيذية سمح المشرع للمقترض أن يعجل بالوفاء بأقساط الثمن أو بالتمويل كله بشرط أن يخطر الممول بذلك قبل موعد السداد المبكر بفترة لا تقل عن ثلاثة شهور.

---

(1) Eichengeen & Dportes, htt//www.mistnew.com/mistsat/takaree/takreelm 12004 htm.

وفى فرنسا ، فطبقاً للمادة ٢١/٣١٢ من قانون الاستهلاك يجوز الاتفاق بين الممول والمقترض على عدم جواز الوفاء المعجل من قبل المقترض بأقساط القرض إذا كان هذا الوفاء يساوى أو يقل عن ١٠% من المبلغ الإجمالى للقرض ، ويجوز أن يدرج فى اتفاق التمويل بند يسمح للمقرض بالحصول على تعويض من المقترض ، بشرط ألا يزيد هذا التعويض عن ثلث الفوائد المستحقة على مبلغ القرض.

ولكن الجدير بالذكر أن مخاطر السداد المبكر قد لا تكون خطرة جداً بالنسبة للمستثمر حيث أن العائد على استثمار الورقة المالية يتوقف على قيمة شراءه لتلك الورقة فى المقام الأول ، ونتيجة لذلك فقد تم ابتكار أوراق مالية أخرى لتفادى مخاطر السداد المبكر فى الولايات المتحدة الأمريكية وهى Collateralized Mortgage Obligations (CMO) بهدف توزيع هذه المخاطر على جملة هذه الأوراق المختلفة كما سنرى لاحقاً فى الفصل الثانى .

**٣ – مخاطر سعر الفائدة : Interest - Rate Risk**

يتم التعرض لمخاطر أسعار الفائدة ، عندما تكون التدفقات المالية للأصول المسنودة Underlying Assets ، لا تتفق مع مستحقات المستثمرين فى الأوراق المالية المدعومة بتلك الأصول .

فإذا كانت هذه الأصول عبارة عن إيجارات Leases والتى عادة يكون القروض فيها ذات سعر فائدة ثابتة Fixed-Rate Loans ، فإن هذه التدفقات قد لا تكون مناسبة للمؤسسة المالية المنشئة التى تفضل أصول ذات سعر فائدة متغير Floating-rate assets ، ولدرء هذه المخاطر فإن الشركة ذات الأهداف الخاصة SPV تقوم بتغطية مخاطر أسعار الفائدة بالدخول فى مبادلة سعر الفائدة الثابت بالمتغير Fixed/Floating interest-rate asset والذى يسمح للمستثمرين بالحصول على مستحقاتهم طبقاً لأسعار الفائدة فى السوق .

٤ - مخاطر العملة : Currency Risk

وتنشأ هذه المخاطر عندما يتم تقييم الأصول بعملة لا يرغبها المستثمر فى الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول ، ويمكن درء هذه المخاطر بمبادلة العملة Currency Swap لتمويل التدفقات النقدية بعملة معروفة مثل الدولار الأمريكى أو الين الياباني وهذه من الآليات المعروفة لتقليل مخاطر تقلبات أسعار الصرف [١].

٥ - مخاطر السيولة : Liquidity Risk :

تنشأ هذه المخاطر عندما يوجد نقص فى النقدية فى الأجل القصير Cash Shortfall فى ميعاد سداد الدين الأصلى Principal والفوائد Interest المستحقة ، إذا تأخر المقترضون أو الملتزمون فى سداد المدفوعات ، ولإدارة مخاطر السيولة فإن المنشئ يتابع ويراقب يومياً السيولة الخاصة بالأصول من خلال متابعة حجم الأصول الغير متجددة Amortize ووضع خطة لمقابلة المتطلبات المستقبلية ، والبدائل المعدة مسبقاً لمواجهة هذه المخاطر من وسائل تحسين الجدارة الائتمانية مثل الهامش الإضافى ، ومراجعته كل ثلاث شهور ، وأيضاً من خلال إعادة تنظيم التدفقات النقدية التابعة لتلك الأصول بحيث لا يحدث نقص فى السيولة وتأخير مستحقات المستثمرين مما يؤثر فى سمعة المؤسسات المالية المنشئة [٢].

٦ - مخاطر الصفقـــة : Transaction Risk :

وهى المخاطر المتعلقة بإدارة وتشغيل عملية التوريق ، وتكون تلك المخاطر فى ذروتها عند الدول الناشئة التى تعانى من مشاكل فى الإدارة والتنسيق ، ويشمل هذا النوع من المخاطر عدة أشكال من بينها المخاطر المرتبطة بتطبيق أداة مالية جديدة وهى ما يعبر عنه بنك التسويات الدولية (BIS) بتكليف التعليم التى يتكبدها المجتمع عند تطبيق أداة مالية جديدة ، ولإدارة هذه المخاطر يجب مراعاة بعض الأمور الآتية [٣]:

---

(1) Currency Swap- A swap that involves the Exchange of one currency (e.gusdollars) for anther (E.G Japanese yen) on a specified s schedule. (Investor Dictionary).

(2) Comptroller's Handbook, Asset Securitization, op., cit., p 48.

(3) http: //www.mistnews.com/mistsat/takareer/11m2004.htm.

أ – التقدير السليم للمخاطر الناتجة عن التطبيق للأداة المالية الجديدة .

ب – العمل على اجتذاب أحجام كبيرة متنوعة من الأعمال .

جـ – الإعداد والتأنى لتطبيق هذه الأداة .

**٧- ومخاطر أداء مقدم الخدمة Servicer Performance Risk .**

فعندما تتم عملية التوريق – عادة – يقوم المنشئ بأداء خدمات التحصيل ومتابعة المتخلفين عن السداد ، والمواظبة على عمل إحصائيات للأداء ، والقيام بالدفع فى المواعيد المقررة ، والقيام بكثير من المهمات الإدارية ، وأن احتمال عدم قيام مقدم الخدمة بكل هذه المهمات يعرض العملية لمخاطر الأداء ، ويمكن إدارة هذه المخاطر من خلال المراقبة والمتابعة كما ينبغي Proper Screening and Monitoring لمقدم الخدمات ، يمكن تقليل هذه المخاطر من خلال إختيار مقدم خدمات آخر فى حالة وجود تقصير من المنشئ فى تقديم الخدمات كما ينبغى [١].

**٨ – المخاطر السياسية أو مخاطر السلطة : Sovereign Risk**

وتنشأ هذه المخاطر عندما تكون الأصول المالية الضامنة فى دولة وحملة الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول فى دولة أخرى ، وبسبب سيادة الدولة ، فقد تحدث قيود سواء متعلقة بتبادل العملات أو من خلال الضرائب Taxes [٢].

ويمكن إدارة هذه المخاطر من خلال إنشاء الشركة ذات الأهداف الخاصة SPV فى المنطقة الحرة ، واستخدام ضامن أجنبى بحيث يتم إحتكار المصدر الأجنبى للتدفقات النقدية ، أو عن طريق تحديد ولاية قضائية مستقلة فى النزاعات التى تنشأ عن العملية .

---

(1) Comptroller's Handbook, Asset Securitization, op., cit., pp. 43-47.

(2) Timothy c. Leixner, Esq., securitization of Finance Assets, op., cit., p 7.

**٩ - المخاطر القانونية والمحاسبية : Legal and Accounting Risk**

إن تخطيط هيكل قانونى لعملية التوريق يعد تحدياً كبيراً ، وخصوصاً فى الدول التى تتطور فيها القوانين الاقتصادية ، وأكبر مشكلة قانونية فى عملية التوريق هى الإفلاس Bankruptcy ، حيث يجب أن تكون المؤسسة ذات الأهداف الخاصة SPV محصنة ضد احتمال إفلاس المؤسسة المنشئة ، والعكس صحيح ، فى حالة تعرض المنشئ لصعوبات مالية فإنه يتعين على المصدر SPV أن يتمكن من تأمين الأصول وأن يكون لديه التحكم الكامل فى عملية المتحصلات النقدية .

ويرتبط بذلك مخاطر توحيد ميزانيات شركات التوريق SPV مع المنشئ Consolidation فى حالات الإفلاس ، ويمكن إدارة هذه المخاطر بقيام المشرع فى بعض الدول بعدم السماح للمنشئ أن يكون مشاركاً فى رأس مال شركة التوريق SPV لأن ذلك يرفع مخاطر العملية فى ظل ارتباط شركات التوريق مع المنشئ خاصة فى حالة إفلاس المنشئ (١).

وكذلك من المسائل الأخرى الواجب معرفتها الحالة القانونية والمحاسبية المالية للأصول الممولة (هل هو بيع حقيقى ؟) ، وكذلك شكل الشركة ذات الأهداف الخاصة هل هي شركة مساهمة أو توصية بالأسهم أو توصية بسيطة أو برأسمال ثابت أو متغير أو صندوق استثمار .

**١٠ - المخاطر الخاصة بعدم تماثل المعلومات : Asymmetric information**

إن عدم تماثل المعلومات وتدفقها بين المقترضين والمنشئين والمستثمرين يؤدى إلى خطر الاختيار العكسى Averse Selection المتمثل فى عمليات الإقراض غير الموافق لمقترضين مرتفعى المخاطرة مقارنة بالمتوسط العام ، فضلاً عن الخطر المعنوى Moral Hazard الذى ينجم عن تغير فى سلوك المقترض بعد عملية الإقراض مما يؤدى إلى رفع درجة المخاطرة ، ويمكن مواجهة هذين الخطرين عن طريق انتقاء المشروعات والمتابعة (٢).

---

(1) Vinod Kothari, "in Defense of Securitization", 2001. http://www.vinodkothari.com/seart.htm.

(٢) أ.د. محمود محيى الدين ، "التنمية المالية وأثرها فى النمو الاقتصادى" ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، مايو ٢٠٠١ ، ص ١٠ .

## المبحث الثالث

## أطراف عملية التوريق

الأطراف المشاركة في عملية التوريق تنقسم إلى أطراف رئيسية وأطراف مساعدة ونبين ذلك على النحو التالي:

### أولاً: الأطراف الرئيسية Parties to Securitization :

#### ١- المقترض: Borrower

إن التوريق ينصب على أصول مالية أيٍّ كان نوع هذه الأصول (قروض إسكان، أوراق تجارية مضمونة، قروض بطاقات الائتمان والسيارات ...)، وبالتالي فإن نقطة البدء في عملية التوريق هو وجود مقترض، وقد يكون المقترض شخصاً طبيعياً اعتبارياً مشروع أو مؤسسة ، وتعتمد غالباً عملية التوريق على وجود عدد كبير من المقترضين، حيث ن وجود عدد كبير من المقترضين يخفض من احتمال فشل أحدهم في السداد.

#### ٢- الجهة منشئة محفظة التوريق : (Originator)

نشاط التوريق لا يبدأ من الناحية العملية إلا من خلال قيام الجهة منشئة التوريق أثناء ممارسة نشاطها بتكوين محفظة من الحقوق المالية الآجلة، وتكون هذه الجهة في الغالب بنكاً يمتلك الحقوق المالية الناشئة عن أعماله نتيجة إقراض المستثمرين أو شركة تمويل لأنشطة معينة مثل السيارات، التأمين، تأجير تمويلي أو عقارات، أو السلع المعمرة أ غيرها والتي تمثل أصولاً في ميزانيتها تقوم ببيع هذه الأصول إلى منشأة ذات غرض خاص واستعادة الأموال المستثمرة في هذه الأصول ثم إعادة تدويرها في ذات النشاط أو أنشطة أخرى.

في حالة قيام المنشئ ببدء عملية التوريق بأصول مالية مبتدأه فإنه يطلق على هذه العملية في الفقه الأنجلوأمريكي اصطلاح التوريق الأساسي Primary Securitization ، أما لو كانت عملية التوريق التي تقتضي وجود الأصل

كرهونات موجودة مسبقاً Existing Mortgages فإنه يطلق عليه اصطلاح التوريق الثانوي Secondary Securitization. [1]

ويمكن للمنشئ القيام بأنشطة أو خدمات أخرى تساعد على تشجيع عملية التوريق وفي ذات الوقت تحقق له أرباح، وذلك كما يلي:

أ- القيام بخدمة الدين أو القيام بتحصيل التدفقات النقدية الناتجة عن دفع الأقساط المستحقة من المدين وتسمى هذه العملية بـ Servicing، باعتباره وكيل عن شركة التوريق حيث يكون أقدر على القيام بهذه العمليات من غيره لارتباطه بالمقترضين (المدينين).

ب- قد يقوم بتحسين الجدارة الائتمانية للأوراق المالية Credit Enhancement.

ج- تتفق شركة التوريق مع المنشئ للقيام بالمساعدة المطلوبة التي تتراوح ما بين الترويج للاكتتاب إلى درجة المساهمة في تكلفة مصاريف الإصدار وضمان تغطية الاكتتاب إذا لم يتم بالكامل من جانب المستثمرين.

د- الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة التوريق.

وينبغي على المنشئ الفصل التام بين عملية نشاء الأصول Origination وبين العمليات الأخرى، حيث أنه يقوم بهذه العمليات باعتباره وكيل عن شركة التوريق ويحقق من ورائها دخل Fee income.

وفي أغلب الأحيان أن المؤسسات المنشئة تسعى من وراء عملية التوريق إلى تحويل الأصول المالية من داخل الميزانية. On Balance Sheet، إلى خارج الميزانية Off Balance Sheet ، وبهذه الطريقة لا يوجد التزام بالاحتفاظ بنسبة الاحتياطي النقدي لهذا الأصل، ويتم ذلك من خلال بيع حقيقي True Sale للأصول إلى شركة التوريق وبدون حق الرجوع إلى المنشئ non-recourse وبذلك يمكن للمنشئ توفير السيولة وتحويل بعض أو كل المخاطر لطرف ثالث.

---

([1]) Fabozzif & Modigilianif, op., cit., p. 39-40, Leont. Kendall & Michael J. Fishman, "A primer on securitization pub. MI press, July 1996, pp. 45-46.

في فرنسا، طبقاً للمادة ٢/٣١٢ من قانون الاستهلاك الصادر في ٢٦ يوليو ١٩٩٣ فإن الممول يجوز أن يكون شخصا طبيعيًا أو معنويًا (Toute Personne Physique on Morala) ، وطبقاً لذلك فإن الأشخاص الذين يستطيعون القيام بنشاط التمويل العقاري قد يكونون أشخاصًا اعتبارية مثل البنوك ، ومؤسسات التمويل العقاري وشركات التمويل العقاري ... الخ، وقد يكون القائم بالتمويل شخصًا طبيعياً بشرط أن يتخذ هذا النشاط حرفة له ، حيث اشترط المشرع الفرنسي للأشخاص الطبيعيين أن يكون نشاط هذا الشخص في التمويل على سبيل الاحتراف أو الاعتياد de maniere habituelle[1].

وفي مصر لا تسمح نصوص قانون التمويل العقاري بأن يكون الممول شخصًا طبيعياً، بل يجب أن يكون في صورة مؤسسة مالية لها شخصية اعتبارية، وقد حددت المادة رقم (٣) من قانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ الجهات التي يسمح لها بمزاولة نشاط التمويل العقاري، حيث وردت على سبيل الحصر وليس المثال، حيث ورد في صدر المادة سالفة الذكر "تكون الجهات التالية دون غيرها"[2].

---

(١) ورد هذا الشرط في المادة ٢/٣١٢ من قانون الاستهلاك الفرنسي والتي تنص على أن : "Les dispositions du present chapitre s'appliquent aux prets qui quelle que soit leur qualification ou leur technique, sont consentis de maniete habituelle par toute personne physique ou morale".

(٢) قبل إصدار قانون التمويل العقاري، كانت الجهات التي تقوم بنشاط التمويل العقاري هي:

أ- الجهاز المصرفي التجاري، وكان يمثل أكبر مصدر للتمويل العقاري، ومع ذلك لم تكن ناجحة في المجال نظراً للقيود التي فرضت عليها من قانون البنوك رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ وتعديلاته حيث لا يجوز للجهاز المصرفي أن يتجاوز نسبة ٥% من محفظة قروضه في تمويل العقارات، وهي نسبة ضئيلة والسبب من الناحية الفنية أن موارد هذه البنوك من ودائع قصيرة الأجل وهذه القروض طويلة الأجل تتراوح مدتها ما بين ١٠-٢٠ سنة.

ب- البنوك العقارية، مثل بنك الإسكان والتعمير، والبنك العقاري العربي، وهي بنوك ذات رؤوس أموال صغيرة، وبالتالي أنشطتها كانت محدودة.

من تصريحات وزير الإسكان د. إبراهيم سليمان، مجلة البيت الكبير، عدد ١ ، س١ إبريل ٢٠٠٣ ، ص ٣٨.

ويمكن حصر الجهات التي تقوم بنشاط التمويل العقاري في الجهات التالية:

١- الأشخاص الاعتبارية التي يدخل نشاط التمويل العقاري ضمن أغراضها، مثل الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري[١].

٢- شركات التمويل العقاري، وهو مؤسسات مالية استحدثها المشرع، ويجب أن تتخذ شكل الشركة المساهمة، برأس مال مصدر لا يقل عن خمسين مليون جنيه، ويتم الترخيص لها بمزاولة النشاط من قبل الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري.

وقد أجاز القانون لهذه الشركات أن تحيل حقوقها الناشئة عن اتفاق التمويل إلى إحدى الجهات التي تباشر نشاط التوريق، وتلتزم بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها في تواريخ استحقاقها من حصيلة الحقوق المحالة، كما يستمر الممول في تحصيل الحقوق المحالة لصالح حملة الأوراق المالية.

٣- البنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري ، بشرط موافقة البنك المركزي على قيامها بمزاولة نشاط التمويل العقاري ، ولا تحصل على ترخيص من الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري كما في حالة الشركات المساهمة[٢].

**٣- المنشآت ذات الغرض الخاص / المصدر :**

**Special Purpose Vehicles (SPV)/Issuer**

تعرف المنشآت ذات الغرض الخاص بأنها مؤسسات مالية تنشأ خصيصاً لتلقي الحقوق المالية المضمونة بأصول عن طريق شرائها من المنشئ لتحل محله

---

(١) أنشئت الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري بمقتضى قرار رئيس الجمهورية رقم ٧٧ لسنة ٢٠٠١م، الجريدة الرسمية، العدد ٣٦ في ٢٠٠١/٩/٦، ص ١٧٤٩، واقتصر دورها على الإشراف على الشركات التي تقوم بالتمويل.

(٢) راجع المادتين ١٤، ٦ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١.

كدائن في مواجهة المدين الأصلي، وتقوم بإصدار أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول[1] ، وتسمى هذه المؤسسة الوسيلة ذات الغرض الخاص Special Purpose Vehicles (SVP). [2] حيث أنها ذات غرض وحيد وهو توريق الأصول المالية.

يعتمد الشكل القانوني للكيان المختص بعملية التوريق (SPV) على النظام القانوني للدولة بما يتفق مع مصالح الاقتصادية، ويوجد شكلين لهذا الكيان على مستوى العالم، الأول هو وجود هذا الكيان في صورة الشركة المساهمة Corporation ، ومن بين الدول التي تأخذ بهذا الشكل SPV الولايات المتحدة وشيلي وكوريا وشيلي والبرازيل ومصر، والثاني يأخذ صورة Trust ، أي في صورة صندوق استثمار ومن بين الدول التي تأخذ بهذا الشكل فرنسا والأرجنتين، وسوف نتناول شكل الكيان المختص لعملية التوريق تفصيلاً لاحقاً في المبحث الخاص بتجارب الدول في عمليات التوريق.

عندما تقوم المؤسسة المالية المنشئة Originator ببيع الحقوق المالية الغير قابلة للتداول والمضمونة بأصول مالية إلى SPV فإن الأخيرة تقوم بإصدار وبيع الأوراق المالية إما في صورة طرح خاص أو في صورة طرح عام، وبعد انتهاء عملية التوريق وبيع الأوراق المالية المصدرة إلى المستثمرين Investor (عادة

---

([1]) Securitization Glossary by vind Kothari.

([2]) وتشبه هذه الوسيلة لشركة ذات الغرض الخاص Special Purpose Company (SPC) التي ينشئها المقرض مع المقترض لإنشاء مشروع معين، فإذا قدم المقرض قرضا بنسبة ٨٠% من رأسمال المشروع فإنه يعتبر مالكاً في المشروع بهذه النسبة، ويقوم المقترض بالمساهمة بنسبة ٢٠% نقداً وبذلك يصبح مالكاً بهذه النسبة – ٢٠% – وبذلك تعتبر كل موجودات المشروع ضامنة لقيمة القرض ، ثم يقوم المشروع بتسديد دفعات إلى البنك بصفة دورية وتستنزل من حصة البنك تدريجياً حتى إذا وصلت إلى الصفر أصبح المقرض مالكاً المشروع ملكية تامة، وبذلك يكون البنك اقتضى دينه بالكامل.

John K. Thompson, " Securitization an internal Perspective", Organization for Economic-co-operation and development, 1995, p 27

مشار إليه أ.د/ عبيد على أحمد حجازي التوريق (ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري)، دار النهضة العربية، ٢٠٠١، ص ١٩.

البنوك، شركات التأمين ، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات ...الخ)، ويقوم المصدر Issuer بدوره بسداد هذه الأموال (حصيلة بيع الأوراق المالية المصدرة) إلى المؤسسة المالية المنشئة Originator.

### ٤- أمين المحفظة : Trustee

تولد مفهوم Trustee أو أمين المحفظة لدى النظام الأنجلو أمريكي، مع ظهور نظام صناديق الاستثمار Trust ، وقد تمكن بفضل قواعده من النفاذ إلى أوجه الحياة القانونية، حيث نظام الملكية في الدول الأنجلوأمريكية يمكن أن يفصل بين الملكية القانونية والملكية الانصافيه، فإذا كانت الملكية القانونية تخول للأمين امتيازات حق الملكية بما فيها الاستعمال والاستغلال والتصرف، فإن مباشرته لهذه السلطات تكون لمصلحة المالك الإنصافي – المستثمر في الأوراق المالية الصادرة عن الترست، وبالتالي فهي بمثابة ملكية لحساب الغير.(١)

ويلعب أمين المحفظة دوراً هاماً للغاية في عملية التوريق، سيما بالنسبة لحماية حقوق المستثمرين في الأوراق المالية، وقد يكون الأمين بنكاً أو شركة من الشركات العاملة في الأوراق المالية ويلزم لمزاولة هذا النشاط – أمين الحفظ – الحصول على ترخيص الهيئة العامة لسوق المال ، ويجوز لأمين الحفظ أن يساهم في رأس مال شركة التوريق.(٢)

---

(١) انظر تفصيلاً في فكرة الترست وعناصرها : د. حسني المصري، فكرة الترست وعقد الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، ١٩٨٥ ، ص ٤١ وما بعدها، وصناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، مطبوعات جامعة القاهرة ، ١٩٩٥ ص ٢٨.

(٢) عرفت المادة ٤٥ من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزي الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ والمعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٩٣ لسنة ٢٠٠٥، بأن نشاط أمناء الحفظ بتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها وإدارتها، والمادة ٤٦ من ذات اللائحة حددت من يباشر نشاط أمين الحفظ في البنوك والشركات تحصل على ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال.

ويعتبر أمين المحفظة جهة لا تشارك في الأعمال التجارية في عملية التوريق وتقوم بمتابعة الأوراق المالية المضمونة بالاصول وما إذا كانت تعبر عن حقيقة الأصل، وإذا ما كانت هناك ضمانات إضافية لتأمين الأصول ، ويعتبر مسئولاً عن إدارة المحفظة بجانب القيام بالعديد من العمليات الخاصة بالممتلكات المعهودة له سواء كانت أوراق مالية أو أراضي وعقارات وأموال[١].

ويمكن تحديد مسئوليات الأمين في القيام بالأعمال الآتية :

١- الاحتفاظ بكافة المستندات المؤيدة لمحفظة التوريق وما يلحقها من ضمانات.

٢- إيداع التدفقات النقدية – المحصلة من محفظة التوريق وعوائدها – في حساب خاص ويتم استثمارها بناء على تعليمات شركة التوريق وفي استثمارات محددة المخاطر حتى يحين موعد سداد الأوراق المالية أو أقساطها إلى المستثمرين، ولا يقوم أمين المحفظة باستثمار الأرباح أو استخدامها للقيام بأية أنشطة أخرى[٢].

٣- استثمار رأس المال الفائض[٣].

٤- تقديم تقارير عن المحفظة للمستثمرين بصفة دورية وللجهات الرقابية.

٥- تعيين وتغيير القائم على خدمة الدين(Service).

---

(1) Timothy c. Leixner, Esq., securitization of Finance Assets, op., cit., p. 5.

(2) Fannie Mac, Guaranteed Mortgage, pas-through certificates, April, 2003, p. 32.

(٣) وفقاً للتشريع المصري فإنه يكون لأمين الحفظ بعد الحصول على موافقة شركة التوريق المصدرة للسندات أن يستثمر فائض المبالغ المودعة لديه من حصيلة المحفظة في أذون الخزانة أو ودائع لدى البنوك أو أن يعهد بذلك لشركة إدارة محافظ الأوراق المالية حسب شروط نشرة الاكتتاب في سندات التوريق، ولا يجوز له استخدام حصيلة الحقوق الناشئة عن المحفظة لغير سداد مستحقات حملة السندات. المادة ٣١٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ويحصل أمين المحفظة على نسبة مقابل إدارة المحفظة (Managing the Asset Portfolio) وتحدد بنشرة الاكتتاب، ويقوم بإدارة المحفظة نيابة عن شركة التوريق ولحساب حملة الأوراق المالية المصدرة، وقد يقوم أيضاً بإدارة إصدار السندات نيابة عن شركة التوريق أو قد تعهد شركة التوريق بهذه العملية إلى إحدى شركات ترويج وتغطية الاكتتاب.

والخلاصة أن أمين الحفظ Trustee له دور رئيسي في حماية حملة الأوراق المالية المسنودة بأصول من خلال فصل محفظة التوريق – المتحصل والعائد والضمانات – عن شركة التوريق المصدرة للأوراق أو الجهة المنشئة للمحفظة، مما يعطي حماية أفضل للمستثمرين حتى في حالات إعسار وإفلاس شركة التوريق أو الجهة المنشئة للمحفظة.

**٥- المستثمرون Investors :**

المستثمرون هم أساس نجاح عملية التوريق، وهم المستثمرون النهائيون الراغبون في شراء الأوراق المالية المصدرة بضمان الأصول وعادة ما يميل إلى شرائها المؤسسات الاستثمارية مثل شركات التأمين، صناديق المعاشات، والبنوك، وصناديق الاستثمار.

في بعض الحالات تشتري الأوراق المالية مباشرة من المصدر (SPV) ولكن في الغالب تباع إلى شركات ترويج وتغطية الاكتتاب والتي تقوم ببيعها مرة أخرى إلى المستثمرون.

**٦- مدير ومستشار الإصدار :**

يقوم مدير الإصدار بقيادة عملية إصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول من خلال التنسيق بين الأطراف المختلفة في العملية ، وقد تقوم شركات ترويج وتغطية الاكتتاب Underwriters أو بنوك الاستثمار Investment Bankers بإدارة عملية الإصدار أو قد تقوم شركة التوريق بذاتها بهذه العملية أو تعهد بهذه المهمة إلى شركة متخصصة للقيام بهذا الدور.

ويقوم مدير ومستشار الإصدار بعمليات الطرح العام أو الخاص من خلال اقتراح الشروط الخاصة بسعر الإصدار، وتوقيت الإصدار، والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسات المستقلة عن المنشئ Due Diligence بحيث يوضح للأطراف المختلفة طبيعة المخاطر والتقييم السليم للأصول من خلال نشرة الاكتتاب. (١)

مدير الإصدار يعُد حركة الوصل بين المصدر SPV والمستثمرون، وقد ينصح المصدر بأن يكون الإصدار على شرائح Trenches بخصائص محددة تجذب المستثمرون، وأيضاً يحدد كيفية الإصدار سواء من خلال الطرح العام أو الخاص Public/Private Place. (٢)

وقد تقوم شركة التوريق بالاتفاق مع مدير ومستشار الطرح على ضمان الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة وتغطيتها، بحيث تشتري الأوراق المالية المصدرة وإعادة بيعها بعد ذلك للمستثمرين، ويعتبر الفرق بين تكلفة شراء الإصدار من شركات التوريق وبيعها للمستثمرين هو الربح الذي يحصل عليه ضامن الاكتتاب وقد يكون ضمان الاكتتاب بشراء الأوراق المالية المصدرة التي لا يتم تغطيتها من قبل المستثمرين.

وترجع أهمية ضامن الاكتتاب إلى أنه في حالة عدم تغطية الإصدار بالكامل يتم إلغاء الإصدار، ويرجع السبب في ذلك بأن عملية إصدار أوراق مالية مدعومة بالأصول تم بناء على محفظة توريق كوحدة واحدة غير قابلة للتجزئة، وذلك بعكس الإصدارات الأخرى مثل سندات الشركات أو الأسهم ... الخ.

---

(١) د. وليد جمال الدين، المشتقات المالية: أدوات التمويل الحديثة، بدون تاريخ نشر، ٢٠٠٣.

(2) Orrick, Herrington & Sutcliffe, LLP, American Securitization, Forum, Nov. 2003, p5.

### ٧- وكالات التصنيف الائتماني : Rating Agencies

التصنيف الائتماني يهدف إلى تحديد قدرة الأوراق المالية المضمونة بالأصول على الوفاء بالتزاماتها قبل المستثمرين في هذه الأوراق، وتقوم وكالات التصنيف الائتماني[١] بجمع المعلومات وإعداد الدراسات والتحليلات اللازمة لتحديد درجة التصنيف الائتماني المناسبة للإصدار ، وتعبر الوكالات عن تقديراتها الائتمانية برموز معروفة تبدأ من درجة مرتفعة AAA إلى أن تنتهي إلى إخفاق DD وتعني عدم تمكن المؤسسة من سداد التزاماتها من الأقساط والفوائد في مواعيد استحقاقها. ويوضح المرفق رقم (٢) بقدر من التفصيل مدلول درجات التصنيف الائتماني.

ويعتمد المستثمرين على التصنيف الائتماني كأحد عناصر اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة بواسطة شركات التوريق، والتصنيف الجيد يؤدي إلى توسيع قاعدة المستثمرين من خلال زيادة حجم الطلب على الأوراق المصدرة، ويساعد المصدر على الحصول على الأموال بتكلفة أقل.

بالإضافة إلى ذلك تقوم الوكالات بحماية المستثمرين من مشاكل عدم المعرفة بالمخاطر الائتمانية المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة التوريق، ويكون التقييم منصباً على الأصل الضامن لتلك الأوراق المالية، ويدخل في هذا التقييم إضافة تحسين الجدارة الائتمانية Credit Enhancement، أما ما عدا ذلك فيتم إدخال تقييم الممول إذا كان الممول ضامناً ولو جزئياً للأصول ، وبالتالي بقائه ملتزماً.

---

(١) أشهر وكالات التصنيف في العالم :

- Standard & Poor Corporation. (S&P).
- Moody's, investors service, inc.
- Fitch Ratings.
- Duff and Phelps(D&P).

وفي حالة إصدار سندات الشركات يكون التصنيف منصباً على الجدارة الائتمانية للشركة المصدرة وقدرتها على توليد تدفقات نقدية كافية لسداد التزاماتها تجاه حملة السندات ، أما في حالة الأوراق المالية الصادرة عن شركة التوريق ينصب التقييم على محفظة التوريق وما يلحقها من ضمانات، أما إذا كان المنشئ هو مصدر الأوراق المالية المدعومة بالأصول فإن التقييم ينصب على محفظة التوريق فضلاً عن تقييم الجهة المنشئة ذاتها. (١)

ويمكن تشخيص مسئوليات وكالات التصنيف الائتماني فيما يلي:

١- تقييم محفظة التوريق وما يلحقها من ضمانات.

٢- تقييم النسبة المتوقعة لعدم السداد والخسارة لمحفظة القروض Expected Default & Loss Performance.

٣- عمل تقييم للمنشئ في حالة قيامه بإصدار أوراق مالية مدعومة بأصول بالإضافة إلى تقييم محفظة التوريق.

٤- مراجعة الوضع الائتماني للجهات الخارجية المشاركة في عملية التوريق مثل شركات التأمين، فضلاً عن أطراف عملية التوريق.

٥- تقييم العوامل القانونية من حيث شكل الأوراق المصدرة والتحقق من مستندات محفظة التوريق، وما إذا كانت شركة التوريق منبثقة عن البائع، مخاطر إفلاس إحدى الجهات الرئيسية في عملية التوريق وأثره على محفظة التوريق والتأكد من عقود التسهيلات التي تمنح سيولة وأنها سارية وملزمة.

---

(1) – Fran J. Fabozzi, Fixed income Analysis, Second edition, p 408.
- Kendall, Leon T. and fishman, Michael J., Primer on securitization" Mit Press, USA, 1996, p. 20.

ولا يقتصر دور وكالات التصنيف على التقييم قبل طرح السندات لأول مرة بل تقوم بإعادة تقييم التصنيف سنوياً طوال فترة استحقاق الأوراق المالية المصدرة، وتزداد أهمية شركات التصنيف لابتكارها برامج متطورة للإسراع بعملية التقييم حيث توجد علاقة للتصنيف الائتماني للمنشئ بدلاً من تصنيف كل قرض على حده مما يستلزم وقتاً وتكلفة كبيرة، ومراجعة تاريخية للأصول ما بين ٣-٥ سنوات للتأكد من الأداء التاريخي للأصول ودخول شركات التوريق لممارسة النشاط فإن ذلك يستدعي عمل برامج مع شركات التصنيف حتى تقوم شركات التصنيف بنشاطها في وقت بسيط. (١)

**٨- الجهة القائمة على خدمة الدين Service :**

تعتبر الجهة التي تتولى عملية تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة توريق وأيضاً تحصيل العوائد عليها من المدينين، وفي كثير من الحالات يكون المنشئ Originator هو نفسه الجهة المسئولة عن خدمة الدين، حيث أنها من الناحية العملية أقدر على الاتصال بالمدينين (المقترضين) - في الأصل عملائها - لتحصيل هذه الحقوق والمستحقات وعوائدها في آجال استحقاقها، أو قد تقوم شركة التوريق ذاتها بهذه الخدمة ، أو تعهد بذلك إلى أمين الحفظ أو تسند ذلك إلى شركة متخصصة في هذه الخدمة ، وإعمالاً لقانون التمويل العقاري المصري في المادة (١١) يقوم الممول بعمليات خدمة الدين بصفته وكيلاً عن شركة التوريق .

وتقوم الجهة القائمة على خدمة الدين بالتحصيل الدوري للمستحقات بناء على جدول الدفع (Amortization Schedule) ، والمتضمن التدفقات المالية من أصل المبلغ والفوائد من المقترضين ، وهي تكون شهرية، وأيضاً يتضمن الجدول مقابل الخدمة التي تقدمها هذه الجهة، وغالباً تمثل نسبة ٠,٥% سنوياً ثم تقوم بتحويل

(1) Fitchibca, Understanding Asset Backed Commercial Paper, February 1, 1999, p. 5.

التدفقات النقدية مطروحاً منها مقابل الخدمة Servicing fee إلى أمين الحفظ ومنه إلى شركة التوريق التي تقوم بدورها بسداد حقوق المستثمرين حاملي الأوراق المالية[1]، ويمكن تلخيص مهام الجهة القائمة على خدمة الدين في الآتي[2]:

أ- القيام بتحصيل الدين الأصلي.

ب- تسليم الأموال المحصلة في حساب خاص لدى أمين المحفظة Trustee.

ج-اتخاذ جميع إجراءات التحصيل اللازمة، بما في ذلك التنفيذ على الضمان المقدم.

د- تقديم التقارير إلى أمين المحفظة بصفة دورية عن التحصيل وحالات عدم السداد Default، وفي الحالة الأخيرة تقدم التقارير بصفة دورية.

ه- إتباع تعليمات وإرشادات أمين المحفظة (Trustee) ، باعتباره مراقب لأداء التحصيل.

وتتحدد المخاطر الائتمانية المرتبطة بالأوراق المالية المصدرة نتيجة عملية التوريق ، بدورية المتحصلات النقدية التي تقوم بها جهة خدمة الدين ، وقد يكون لعمليات خدمة الدين دور هام في إدارة الأصول الضامنة لهذه الحقوق والمحافظة عليها والتأكد من صيانتها وفقاً لطبيعة هذه الأصول.

**ثانياً: الأطراف المساعدة في عملية التوريق:**

فضلاً عن الأطراف الأساسية في عملية التوريق فإن هذه العملية تتضمن أطرافاً أخرى مثل المستشارين القانونيين attorneys، والمحاسبين المستقلين Independent Accountants ، الذين يقدمون استشارات ومعلومات وإقرارات

---

(1) Fran J. Fabozzi, Fixed income Analysis, Second edition, p 408.

(٢) أ/ عزة شلباية، مؤتمر عن مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية في مصر، القاهرة، ١٣-٢٢ أكتوبر ٢٠٠٣ ص ١٠.

يتم نشرها بنشرة الاكتتاب حول قانونيـــة المحفظـــة، والإفـــصاح الـــلازم لنـــشرة والمعالجات المحاسبية لعملية التوريق.

ومن بين هذه الجهات مكاتب التقييم الائتماني للأفراد Credit Bureau فهذه المكاتب تلعب دوراً في تسهيل وإسراع وتخفيض عملية التوريق وتخفيض مخـــاطر فروض التجزئة، وتعتمد المؤسسات المالية لاسيما البنوك على هذه المكاتب لعمـــل تقييم ائتماني للأفراد Credit Bureau[1].

وذلك بهدف إتاحة التمويل لعدد أكبر من المقترضين بصورة سريعة وسليمة لا تعرض المنشئ للمخاطر ، وبالتالي تكوين محفظة من الأصول ذات تصنيف مرتفع، وتفادي عدم قرة المقترض (الملتزم بدفع التزاماته)، والتي تؤثر على الأوراق المالية المصدرة والدعوة بتملك الأصول.

وفي بعض الأحيان يتم الاتفاق مع جهات أخـــرى غيـــر الـــشركة مـــصدرة الأوراق المالية لتقديم ضمانات إضافية أو التعهد بسداد حقوق حملة الأوراق المالية فيما يعرف بتحسين جدارة الائتمان Credit Enhancement ، كما سنرى لاحقـــاً في المبحث التالي.

(1) Credit Bureau, an agency that collects and distributes credit-history Formation of individuals and businesses (www.investor Dictionary)./

## المبحث الرابع

## تحسين الجدارة الائتمانية Credit Enhancement

تهدف عملية تحسين الجدارة الائتمانية إلى تقليل المخاطر التى يتعرض لها المستثمرون فى الأوراق المالية المضمونة بأصول مالية ، بتحسين الجودة الائتمانية لهذه الأوراق ، وبالتالى زيادة فرص التأكد من حصول المستثمرين فى هذه الأوراق على التدفقات المالية والمتحصلات المستحقة لهم .

وتنقسم وسائل تعزيز الجدارة الائتمانية إلى وسائل داخلية بتحسين جودة الأصول المضمونة ، ووسائل خارجية بقيام المنشئ بتقديم خطاب ضمان مصرفي أو التأمين على الحقوق المحالة ضد مخاطر عدم السداد وذلك على النحو التالى :

### المطلب الأول : وسائل تحسين الجدارة الائتمانية الداخلية :

**Credit Enhancement Provided by Internal Structure:**

وسائل تحسين الجدارة الائتمانية الداخلية تتم من خلال رفع جودة الأصول المالية الضامنة للأوراق المالية المصدرة ، للحصول على أفضل تسعير لهذه الأوراق من جانب المصدر ، ويتم تحسين الجودة الائتمانية لهيكل محفظة التوريق بالوسائل الآتية :

**١ – حساب الهامش الإضافى Excess Spread account :**

والهامش الإضافى عبارة عن عائد محفظة التوريق من الأصول المالية المضمونه ، ويُحصل شهرياً بعد خصم مستحقات المستثمرين فى هذه الأوراق والمصاريف الأخرى ، وغالبًا يكون هذا العائد أكبر بكثير من مستحقات المستثمرين بعد خصم المصاريف ، ويودع الهامش الإضافى فى حساب يديره الأمين لتغطية الخسائر المحتملة للمستثمرين ، وبعد سداد مستحقات المستثمرين بالكامل يعود هذا الهامش إلى المنشئ [١].

---

(1) Excess spread: the portfolio yield for a given month on the receivables supporting an asset-backed security is generally greater than the coupon, servicing costs, and expected losses for the Issued securities. (Comptroller's Handbook, Asset Securitization, Op., Cit., pp. 21-22).

**٢ - الحساب الهامشى Spread Account :**

يتمثل فى التدفقات المالية الشهرية من الأصول المضمونة لتغطية الخسائر غير المتوقعة ، وفى حالة وجود خسائر شهرية فى التدفقات النقدية ، ويغذى هذا الحساب من الهامش الإضافى أو من الحسابات النقدية المجمعة Cash Collateral Account .

**٣ - الحساب النقدى للضمان Cash Collateral Account :**

يقوم بإنشاء هذا الحساب المصدر Issuer ، وغالباً بقرض من أحد البنوك بقيمة تساوى المبلغ المدفوع لتحسين جودة جميع شرائح الأوراق المالية المصدرة، لتصبح جميعها ذات جودة مرتفعة .

**٤ - الضمان الإضافى Over- Collateralization :**

فى هذه الصورة يعزز المنشئ Originator الأصول المالية الضامنة للوفاء بمستحقات المستثمرين ، لزيادة طمأنة المصدر SPV فى مواجهة مخاطر عدم كفاية الأصول من التدفق النقدى لمواجهة الخسائر المحتملة Anticipated ، حيث يقوم المنشئ بتكوين محفظة توريق بقيمة أكبر بكثير من قيمة الأوراق المالية التى تضمنها تلك الأموال [١].

**٥ - استثمار بحجم الضمان Collateral Investment Amount (CIA) :**

هى ليست أوراق مالية مصدرة ، وإنما تشبه الديون الثانوية Subordinate وتخصص التدفقات النقدية لهذه الديون لحملة جميع الأوراق المالية المصدرة أى نفس هدف الحساب النقدى للضمان ، وهذه الشريحة إما تشترى على أساس تفاوض عن طريق من يقوم بتحسين الجدارة سواء المصدر أو المنشئ ، أو يتم توريقها عن طريق الطرح الخاص طبقاً للقاعدة A144 بالولايات المتحدة الأمريكية [٢].

---

(١) فى العادة تتراوح نسب الضمان الإضافى من ( ٥% - ١٠% ) وتحدد من قبل وكالات التقييم وشركات تغطية الاكتتاب:

Timothy C. Leixner, ESQ, Securitization of Financial Assets, p 6.

(2) Comptroller's Handbook, Asset Securitization, op., cit., p. 22.

### ٦ – صندوق الاحتياطى النقدى Cash Resave Fund :

يقــوم المنشئ بشكل اختيارى بتقديم مبلغ نقدى يودع لدى الأمين Trustee ليضمن تغطية الخسائر المتوقعة من عملية التوريق ، ويستثمر فى سوق أدوات سوق النقد ، وكثيراً ما تستخدم هذه الوسيلة مع وسائل تحسين الجدارة الخارجية [١].

### ٧ – الهامش على العائد Yield Spread :

إن الديون الصالحة للتوريق هى التى تدر عائد ثابت مثل قروض السيارات والرهونات السكنية Residential Mortgage ، وبالتالى فإن معرفة الهامش على العائد على هذه الأصول تهم كل من المنشئ والمصدر والمستثمر .

ويمكن التوصل إلى الهامش على العائد Yield Spread عن طريق العلاقة بين العائد على الأصل المالى الضامن ، والكوبون على الورقة المالية المضمونة بتلك الأصول ( المصدرة ) ، وكلما زاد الهامش كلما كان ذلك بمثابة ضمانة ضد الخسائر [٢].

### ٨ – الإصدار التابع بالرئيس Senior - Subordinate Structure :

فى هذه الحالة يتم إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول من شريحتين الأولى (Class A) إصدار ممتازة (Senior) والثانية (Class B ) إصدار ثانوية Subordinate ، وهذا نوع من الضمان الإضافى لأن شريحة الأصدار الأقل من ممتازة (B, C, ...) تعتبر الطبقة التى تحمى الشريحة الممتازة [٣].

وتجرى الممارسة فى هذه الصورة بوضع أولوية لوفاءات معينة Priority of Payment ويتم تخصيص المتحصلات من الأصول المالية الضامنة للوفاء أولاً بمستحقات الاصدار الممتازة Senior Claims على أن يلى ذلك الوفاء بمستحقات الاصدار الثانوية Junior Claim ويطلق على هذه الصورة أحياناً أصطلاح

---

(1) Frank J. FABOZZI, Fixed income analysis p 411.

(2) Charles Jones, investments Analysis management, p. 617.

(3) Comptroller's Handbook, Asset Securitization, Op. Cit., p. 22.

الإصدارات التابعة بالرئيسية Tow-Tier (Senior-Junior ISSUES) [1].

وحيث أن الإصدارات الممتازة ذات جودة إئتمانية مرتفعة فإن العائد عليه يكون أقل من العائد على الإصدار التابع ، لذلك يوجد طلباً على الإصدار التابع لأنه يعوض المستثمر من خلال عوائد أعلى ، وإذا لم يتم الوفاء بسداد أى من ديون محفظة التوريق ستتحمل الأوراق المالية الأقل من ممتازة أولاً تلك الخسائر وإذا تعدت الخسائر لقيمة الشريحة الأقل من ممتازة فستبدأ الشريحة الممتازة فى الخسائر، ويوجد فى بعض الإصدارات المضمونة بأصول أكثر من شريحة من الديون الثانوية Subordinate ، وأن شريحة من هذه الديون تصبح من فئة ممتازة Higher Claim فى هذه الحالة .

وتتم هذه العملية عن طريق تحسين أونقل العائد Shifting interest mechanism للإصدار الممتاز Senior ، ويتم الإفصاح فى نشرة الاكتتاب عن نسب مدفوعات الإصدار الممتاز بجدول تخصيص المدفوعات وذلك كالتالي :

| نسبة سداد المدفوعات للإصدار الممتاز | السنوات بعد الأصدار |
|---|---|
| 100% | 1 - 5 |
| 70% | 6 |
| 60% | 7 |
| 40% | 8 |
| 20% | 9 |
| 0 | بعد 9 سنوات من الإصدار |

وفي هذا المثال لو تم سداد المدفوعات على ٢٠ شهر بمبلغ مليون دولار ، يتم سداد المليون دولار للإصدار الممتاز ، ولا يتم سداد أي مبلغ للإصدار الثانوى ، فى حين لو تم سداد المدفوعات على ٧٠ شهر ( أي بعد ٧ سنوات من الإصدار ، يتم سداد مبلغ ( ٦٠% × ١٠٠٠٠٠٠ $ ) يقدر بـــ ٦٠٠٠,٠٠٠ $ للإصدار الممتاز ، وهذه العملية تحمى الإصدار الممتاز من مخاطر الائتمان – نظراً لسرعة السداد – وفى ذات الوقت تزيد مخاطر الانكماش Contration Risk والمتمثلة فى انخفاض سعر العائد على هذه الشريحة نتيجة قصر الفترة الزمنية لها [2].

---

(1) Frank J. & Fabozzi, "The Hand book of mortgage Backed Securities, Pub. Mc. Grew January 1998, pp. 283-285.

(2) Frank J. FABOZZI, Fixed income analysis pp 360-412.

## المطلب الثانى : وسائل تحسين الجدارة الائتمانية الخارجية [1]:

**Credit Enhancement Provided by External Parties:**

وتتمثل هذه الوسائل فى قيام طرف ثالث بالضمان Third- Party guarantees ، لتحسين الجدارة الائتمانية للأوراق المالية المضمونة بأصول مالية، ويمكن إجمال صورة الدعم الخارجية فيما يلى :

### ١ - حق المستثمرين فى الرجوع على البائع : Recourse To Seller

وهذه الصورة تسمح للمستثمرين بالرجوع على بائع محفظة التوريق فى حالة عجز المحفظة عن الوفاء بالتدفقات المالية المطلوبة للوفاء بمستحقات المستثمرين فى الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول ، وهذه الطريقة ضمان محدود من البائع حيث تغطى مقدار العجز فى وعاء Pool المحفظة الضامن للأوراق المالية .

### ٢ - بوليصة التأمين Insurance Policy :

فى هذه الصورة يقوم الممول أو المنشئ Originator بالتأمين على محفظة الحقوق المحالة 100% of the Pool ضد مخاطر السداد ، كما يقوم بالتأمين على الأصول المرهونة كضمان Subordination ضد مخاطر التلف أو الانهيار (بالنسبة للمبانى) أو إفلاس المدين أو غير ذلك من المخاطر التى قد تتعرض لها تلك الأصول.

وتقدم بوليصة التأمين لشركة التوريق SPV من أجل دعم عملية التوريق ائتمانياً.

### ٣ - خطاب ضمان مصرفى : Bank Letter of Guarantee/Letter

يمكن لشركة التوريق أن تشترط على المنشئ (الممول) أن يقدم لها مع الحقوق المالية المحالة خطاب ضمان مصرفى يتعهد فيه بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المصدرة ، وتدفع قيمة الخطاب عند أول مطالبة من المستفيد وهم حملة الأوراق المالية ، وذلك لدعم شركة التوريق فى حالة وجود خسائر [2].

---

(1) Mr. Suleiman AbdI Dualeh, Cislamic securitization: partical aspects, Geneva, Switzerland & Heliee, Jersey Channel Island, July, 1998, for the world conference on Islamic Banking.

(٢) وتفضل وكالات التصنيف Rating Agencies خطابات الضمان المصرفية عادة لتعزيز الائتمان ، يراجع :

Ian Coles, Securing More Sources, Project & Trade Finance, Aug., 1997, p. 24.

**٤ – التأمين بأداه مالية :**

تعزيز ائتمان إضافى يقدم من طرف ثالث ، ويقدم عادة من إحدى شركات التأمين أحادية الخطوط فى الولايات المتحدة الأمريكية Mono-Line Insurance Companies وذلك مثل شركات تأمين الضمان المالى من الفئة الممتازة (AAA-rated) Financial Guaranty Insurance Corporations (FGIC) .

أو شركة تأمين المستثمرين فى السندات المحلية .

Municipal Bond Investor Assurance Corporations (MBIA)

أو شركة تأمين أسواق رأس المال .

Capital Market Assurance Corporations (CAPMAC)

وتختار شركات التأمين الأوراق المالية ذات التصنيف الائتمانى الاستثمارى Investment Grade .

وشركة التأمين تقدم اداه مالية تتمثل فى سندات البلدية Municipal bond أو أوراق مالية مدعومة ( ABS) لضمان الأصدار ، ويطلق على هذا الضمان بـــ "Wrapped" حيث أن الضمان يشمل دفع المستحقات (الأصل + الفوائد ) للمستثمرين وذلك عند فشل المصدر فى السداد ، وكذلك الضمان يمثل نسبة من القيمة الاسمية للإصدار [١].

وبتقديم هذا النوع من الضمان تنتقل المخاطر إلى الطرف الثالث وهو شركات التأمين ، وقد يقترن الاتفاق على الدعم الائتمانى بسند الثقة بوجود وسيلة أو أكثر من وسائل تحسين الجدارة الائتمانية بهدف تغطية المخاطر ، كوسيلة حق المصدر SPV فى الرجوع على المنشئ بأى قدر من الخسائر المحتملة فى حالة تراجعه عن الالتزام الوارد بالسند [٢].

---

(1) Frank J. Fabozzi, Fixed income Analysis, p 410.

(2) Comptroller's Handbook, Asset Securitization, op., cit., p. 21.

# الفصل الثانى

## أنواع وطرق ومتطلبات نجاح عملية التوريق

التوريق هو عملية شراء محفظة أصول مالية من المؤسسة المنشئة Originator من قبل الكيان المختص بالتوريق ( SBV ) ، وذلك بعد تقيمها من قبل مؤسسات التقييم ، إلا أن هذه الصورة عبارة عن تحليل أولى لعملية التوريق ، وهى ليست بهذه البساطة حيث للتوريق أنواع عدة وطرق قانونية لنقل أو تحويل محفظة الأصول من المنشىء Originator إلى المصدر Issuer ، ولابد من توافر متطلبات لنجاح هذه العملية من خلال عزل الأصول عن المنشىء لإبعاد خطر إفلاسه ، لذلك نقسم هذا الفصل إلى المباحث الآتية :

المبحث الأول : أنواع التوريق

المبحث الثانى : طرق نقل الأصول من المنشىء إلى المصدر .

المبحث الثالث : متطلبات نجاح عملية التوريق .

## المبحث الأول
## أنواع التوريق

يمكن التمييز بين الأنواع المختلفة للتوريق وفقًا لنوع وخصائص الأوراق المالية التى تصدرها شركات التوريق ، فقد تصدر أوراق تجارية مسنودة بأصول مالية أو أسهم ممتازة مدعومة بأصول مالية ، أو من خلال إصدار سندات مضمونة بالعقارات ثم توالت الابتكارات المالية فظهرت الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية ثم السندات المدفوع من خلالها التدفقات النقدية للقروض العقارية ، نقسم هذا المبحث إلى خمسة مطالب على النحو التالي :

### المطلب الأول : التوريق المستند بالأوراق التجارية :
### Asset-backed commercial paper (ABCP)

فى هذه الصورة يتم بيع أصول مالية إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) ، لتقوم بإصدار أوراق تجارية( Commercial paper ) ، والشركة ذات الغرض الخاص SPV يتم تأسيسها عادة من بنوك تجارية أو شركات تمويلية لتوفير تمويل منخفض التكلفة إلى عملائها ولرفع الضغط على الميزانية [1].

والأصول المساندة للأوراق التجارية ، يمكن أن تشمل أوراق قبض Trade receivables ، مستحقات كروت الائتمان Credit Card Receivables ، المستحقات الخاصة بالتأجير التمويلى Equipment Leases ، قروض السيارات Automobile Loans ، القروض البنكية Bank Loans ...الخ ، وعادة يكون لهذه الأصول آجال قريبة من آجال الأوراق التجارية المصدرة .

ويتم تصنيف محفظة الأصول المالية من قبل شركات التصنيف الائتمانى ، يتم تحسين الأصول Enhancement من خلال تقديم خطاب بدفع عند أول مطالبة Direct pay letter of credit أو ضمانة من طرف ثالث لتغطية المخاطر

---

(١) الأوراق المالية تتراوح مدتها من يوم وحتى ٢٧٠ يوم باعتبارها أوراق قصيرة الأجل وهى غير مضمونة بأي أصل من الأصول فالضامن الأساسى لها هو سمعة المصدر والتزام البنوك التجارية بسدادها .

الائتمانية ، وبالتالى فإن مخاطر المستثمر تتوقف على القوة المالية للضامن ، ولا تتأثر بعدم سداد الأصول ولا يمكن إصدار الأوراق التجارية إلا بعد الحصول على تصنيف ائتمانى من أحد شركات التصنيف بدرجة مرتفعة ويتم تقييمها مثل تقييم الأوراق المالية الأخرى [1].

**الأطراف الرئيسية لهذه العملية [2]:**

**أ – الملتزمون : Obligors**

يعتمد المستثمرون فى الأوراق التجارية المسنود بالأصول (ABCP) على الملتزمين Obligors للحصول على مستحقاتهم فى المواعيد ، وذلك فى البرنامج المسنود جزئياً Partially Supported ، ولذلك تحرص الشركة ذات الغرض الخاص فى هذا البرنامج على وجود عدد كبير من الملتزمين لتخفيض مخاطر عدم السداد من أحدهم ، أما فى البرنامج المدعوم كليًا (المكتمل) Fully Supported فإنه لا توجد مخاطر عدم السداد من قبل الملتزمين لوجود طرف ثالث ضامن للسداد فى هذه الحالة .

**ب – البائعون : Originators / Sellers**

عادة ما تتعامل الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) مع عدد كبير من البائعين فى صناعات مختلفة ، وتغيير الملاءة الائتمانية للبائع نفسه من العوامل المؤثرة على تحسين تصنيف المحفظة ، لتجنب مخاطر عدم سداد الأصول وإفلاس البائع .

**جـ- الشركة ذات الغرض الخاص (SPV ) :**

تعتمد الشركة ذات الغرض الخاص على إداريين جيدين *Administrative Agent* وذلك للبحث على بائعين للأصول ، والتفاوض مع أطراف ثالثة لتحسين الملاءة الائتمانية ، وإدارة السيولة .

---

(1) Frank J. Fabozzi, Fixed income Analysis, pp 78-79.

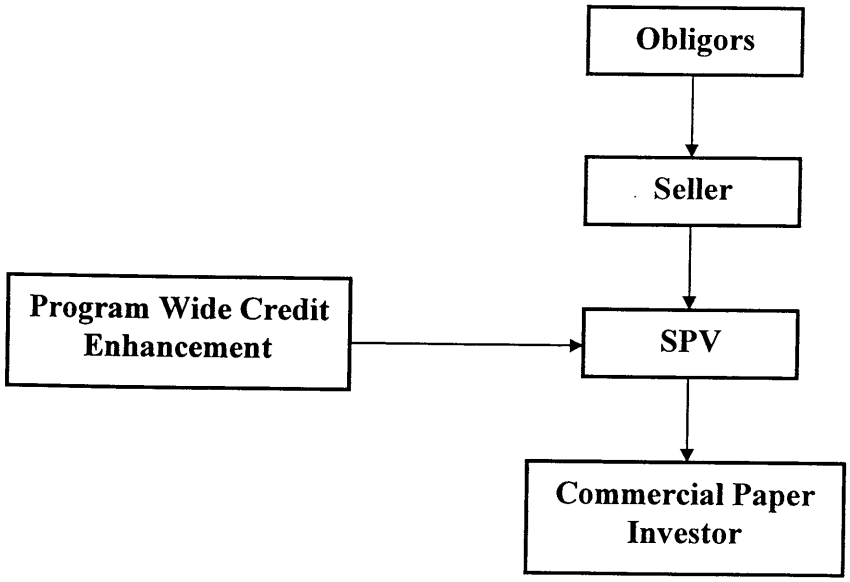
(2) Federal Reserve board, Fitchlbca, "Understanding Asset-Backed Commercial Paper" February: 1, 1999, pp. 1-10.

**د – شركات التصنيف الائتماني Rating Companies :**

شركات التصنيف لها دور حيوي فى التوريق المسنود بالأوراق التجارية حيث لا يتم إصدار الأوراق التجارية إلا بعد الحصول على تصنيف ائتماني مرتفع وتقوم هذه الشركات بعمل مساعدة لشركات التوريق فى تحسين الائتمان ، وتفصح للمستثمرين بصفة دورية عن موقف الأوراق التجارية .

**هـ – المستثمرون Investors :**

وهم مشترى الأوراق التجارية ، وغالبًا يقبلون الاستثمار فى شراء الأوراق التجارية المسنودة كلية حيث لا يتعرضون لخسائر نظرًا لوجود الضامن بعكس الأوراق التجارية المسنودة جزئيًا فتعتمد التدفقات النقدية أو القيمة السوقية للأصول كمصدر لسداد الأوراق المالية ، وإذا تعدت تلك الخسائر الاحتياطيات وبرنامج تحسين الملاءة الائتمانية ، سيتعرضون لخسائر ، وتداول هذه الأوراق فى السوق الثانوى ضعيف لذلك يفضل المستثمرون الأحتفاظ بها لنهاية مدتها ، ويوضح الرسم البيانى في الشكل رقم (١١) أطراف عملية إصدار اوراق تجارية مدعومة بأصول .



## المطلب الثانى : التوريق من خلال إصدار سندات مضمونة برهون عقارية :

## Mortgage backed bonds (MBB)

هذا النوع يمثل الخطوة الأولى فى نشأة التوريق حيث تكون محفظة التوريق رهون عقارية وتحتوى المحفظة على قروض بقيمة تفوق قيمة السندات التى تم توريقها منها Over collateralized ، وليس ذلك فحسب فبعض القروض قد تكون مضمونة من قبل إدارة الإسكان الفيدرالية [١].

وإذا كانت غير مضمونة منها ، حينئذٍ تسعى الجهة المنشئة للحصول على ضمان من أحد البنوك بدعم مركزها ضد مخاطر التوقف عن السداد ، يأتى سبيل آخر لتوفير الأمان للمستثمرين وهو الشفافية من خلال تحديد جودة السند Bond-rating عن طريق إحدى مؤسسات التصنيف الائتمانى ، ويضاف إلى ذلك أن عملية التوريق والتسويق يتولى أمرهما بنكي الاستثمار Underwriter [٢].

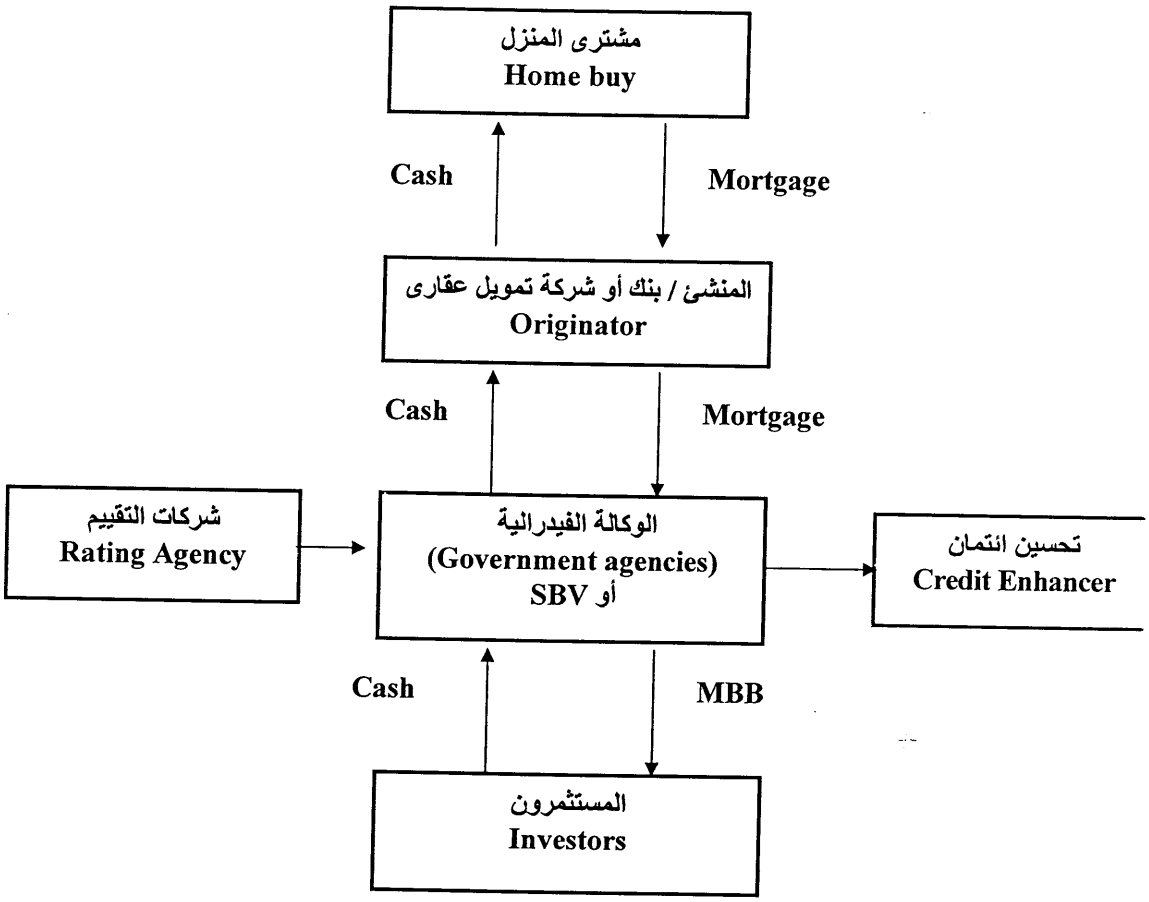
---

(١) وتوجد فى الولايات المتحدة الأمريكية ستة وكالات فيدرالية لأصدار سندات مضمون بأصول وهى :

Federal National Mortgage Association ( Fannie mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal Agricultural Corporation (Farmer Mac), Federal Form system, Federal Home Loan bank system , and Student Loan Market Association ( Sallie Mae).(Frank J. Fabozz, p60.

(2) Brueggeman, W. and Fisher, J. Real Estate Finance and Investment, III: Irwin, 1997, p. 593.

وخلاصة هذا النوع من التوريق ، والذى يطلق عليه التوريق التقليدى أو هيكلة الدين Debt Structure تبدأ بتحديد الأصول المالية من قبل الجهة المنشئة ، ثم يتم نقل ملكية هذه الأصول إلى شركة التوريق التى تقوم برهن الأصول وإيداع مستندات الرهن لدى أمين Trustee ، ثم إصدار سندات بضمان الأصول للمستثمرين من خلال مؤسسات تغطيه وضمان الاكتتاب ، ويمكن تمثيل هذه العملية فى الرسم البيانى في الشكل رقم (١٢) التالي[١]:




## المطلب الثالث : الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية :

(1) Underwriter: is any person, banker, or syndicate that guarantee to furnish a definite sum of money by a definite date to a business or government entity in return for an issue of bond or stock, see blacks law dictionary, sixth edition, p. 1527.

## Mortgage pass through securities (MBS)

السندات المصدرة والمضمونة برهون عقارية (MBB) كانت بداية توريق الديون ، إلا أنها تعانى من مشكلة السيولة جيث أن قيمتها الاسمية كبيرة وبعيدة عن فئة كبيرة من المستثمرين ، لذلك ظهر إبتكار جديد فى السوق الثانوى سنة ١٩٧٠ بهدف تحسين سيولة الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ، وتمثل فى الورقة المالية الناقلة Pass-through [١].

فى الولايات المتحدة الأمريكية أكبر ثلاث أنواع من الأوراق المالية الناقلة والمضمونة وكالات منشأة بواسطة الكونجرس الأمريكى لتنشيط سوق الاسكان العقارى Ginnie mae, **Freddie Mac, Fannie mae** وتعتبر الأوراق الناقلة الصادرة عن وكالة Ginnie mae مضمونة من قبل الحكومة الأمريكية ، بينما اصدارات كل من وكالة Freddie Mac, **Fannie mae** لا تضمن الحكومة اصدارتهما، والشهادات الناقلة Pass-through تطلق على اصدارات كل من وكالة Ginnie Fannie mae mae, وهى عبارة عن أوراق مضمونة برهون عقارية Mortgage backed-securities(MBs)، والشهادات الناقلة الصادرة عن Freddie Mac يطلق عليها Participation Certificate(PC). ، وتختلف أنواع الشهادات الناقلة حسب نوع محفظة الرهون Mortgage Pool وعلى سبيل المثال قد تكون المحفظة المرهونة لمدة ٣٠ سنة بسعر فائدة ثابتة أو ١٥ سنة بسعر فائدة ثابت أو بسعر فائدة متغير [٢].

وفقاً لهذا النوع تقوم الجهة المنشئة بتكوين مجموعة من القروض والرهون فى حزمة واحدة (أصول متجانسة) إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)

---

(1) Pass-through pay interest and principal on a monthly basis (David M.weiss, after the trade is made: Processing securities Transaction, New York institute of Finance, p440.

(2) Frank J. Fabozzi, Fixed income Analysis, p 351.

لإصدار أوراق مالية بضمان تلك الحزمة من الأصول ويطلق عليها شهادات مرور Pass-through certificates أوشهادات المشاركةParticipation Certificates وتمثل الورقة المالية الناقلة حصة شائعة Undivided فى ملكية محفظة الأصول المالية وهى بذلك تشبه إلى حد كبير وثائق صناديق الاستثمار.

Mortgage Pass-through security is created when one or more mortgage holders form a collection (Pool) of mortgages and sell share or participation certificates in the pool[1].

ويطلق عليها اصطلاح الأوراق المالية الناقلة ، على أساس أن الجهة المنشئة تتولى تحصيل فوائد وأصل القروض من المقترضيين ، ثم تتولى تحويلها إلى المستثمرين فى تلك الأوراق التى تم توريقها من تلك المحفظة ، حيث يقتصر دور مالك الأصل على تحويل الإيرادات المتدفقة من الأصل إلى حملة الشهادات .

وتعتمد التدفقات النقدية على القروض والرهون المساندة لها وتشمل المبالغ الشهرية التى تمثل الفوائد والمبالغ الأصلية المتفق عليها وأى مدفوعات مبكرة ، ويتم الدفع لحملة هذه الأوراق كل شهر ، ويوجد نوعين من الضمانات لهذه الأوراق الأول ضمانة كاملة تضمن سداد الفوائد والأصل فى المواعيد ، والثانى تضمن سداد الفوائد فى المواعيد ، بينما المبلغ الأصلى تضمن سداده عند تحصيله ، هذا فضلاً عن أنه توجد شركات خاصة تصدر Pass through وتعتبر معبر تقوم بشراء الأصول المالية التى لا تتفق مع سياسات الوكالات الأخرى ، وتقوم بإصدار أوراق مالية ويجب تسجيل تلك الأوراق فى هيئة سوق المال الأمريكية SEC ، كما يجب أن تحصل تلك الأوراق على تصنيف ائتمانى [2].

**تداول الشهادات الناقلة [3] Trading Pass through :**

---

(1) A USAID Program implement by the institute of international education, "securitization", Cairo, July, 2003, p. 252.

(2) Fannie Mae, Guaranteed Mortgage Pass-through Certificates Mortgage Loans, April 1, 2003.

(1) David M.weiss, after the trade is made: Processing securities Transaction, New York institute of Finance, pp 211-212.

تتداول الشهادات الناقلة فى السوق غير المنظم OTC بين التجار Dealers والسماسرة brokers والسماسره التجار Dealer brokers ، وتتراوح قيمة الشهادات من فئة ٢٥٠٠٠ $ وحتى ١٠٠٠٠٠٠ $ دولار أمريكى ويستخدم المتداولون هذه الشهادات بهدف التغطية Hedging ضد الخسائر من خلال الوسائل الآتية :

١- السماح لحاملى الشهادات الناقلة بإبرام عقد خيار بيع ( Put Option ) لعدد معين من الشهادات وبسعر محدد فى تاريخ معين مستقبلى .

٢- السماح لحاملى الشهادات الناقلة بإبرام عقد خيار شراء (Call Option) لعدد معين من الشهادات بسعر محدد فى تاريخ معين فى المستقبل .

٣- إبرام عقد مستقبلى وهى إتفاقية على تسليم عدد معين من العملة – Dollars – نموذجية ، تساوى الأوراق الناقلة بسعر محدد سلفاً خلال فترة محددة فى المستقبل .

ويدفع التجار المتداولين مقابل ذلك علاوة Premium إلى الملتزمين أو الضامنين بالشراء أو البيع أو التسليم ، وبذلك يستطيعوا حماية أرباحهم من الصفقة ، ولتوضيح ذلك نفترض أن التاجر المتعامل مع الوكالة الفيدرالية لديه ١٠ مليون دولار تعادل عدد معين من الشهادات الناقلة – تتداول بالمبالغ مثل السندات – سعرها فى السوق الحاضر ٨٠ مليون دولار ولكن المتداول bear– المتشائم – يتوقع هبوط الأسعار فى المستقبل ذلك يلجأ إلى الحماية من المخاطر من خلال آلية خيارات البيع (Put Option) على أن يقوم بدفع علاوة Premium – مبلغ بسيط من قيمة الصفقة – للملتزم ببيع ١٠ مليون دولار فى تاريخ مستقبلى بسعر ٨٠ مليون دولار ، فلو إرتفعت الأسعار سيخسر الملتزم قيمة العلاوة ولكنها بالمقارنة فى حالة إنخفاض الأسعار تكون الخسارة قليلة جداً.

ويتميز هذا النوع من التوريق بأن مخاطر السداد المبكر لا تتحملها الجهة المنشئة كما هو الحال فى السندات المضمونة (MBB) ، بل تنتقل إلى المستثمرين

فى الورقة ، إلا أن كون هذه الأوراق مضمونة من قبل مؤسسة Ginnie Mae فإنها تقترب من الأوراق المالية الحكومية من حيث المخاطر أو السيولة ، وأن المستثمرين فى هذه الأوراق – غالبًا – المؤسسات المالية مثل صناديق الاستثمار ، وتعد الأوراق المالية الناقلة ، أصل على درجة عالية من التنوع إذ تم توريقه من محفظة قروض عقارية متنوعة على مستوى جغرافى ، وعلى مستوى شريحة كبيرة من المستثمرين .

## المطلب الرابع : السندات المدفوع من خلالها التدفقات النقدية للقروض العقارية Mortgage pay-through bonds

وتعتبر هذه السندات هجين من السندات المضمونة (MBB) والأوراق الناقلة للتدفقات النقدية للقرض العقارى (MPS) فهى تصدر بضمان محفظة قروض عقارية مثلها فى ذلك مثل السندات المضمونة والأوراق المالية ، وهى تشبه الناقلة فى أنه من خلالها تنتقل التدفقات الناقلة للقروض من المنشئ إلى المستثمر ، ولكن تصدر فى صورة سندات وليس فى صورة أسهم أو شهادات مشاركة فى ملكية محفظة القروض العقارية ، وبالتالى فهى سندات مضمونه بالأصول المالية ، وبالتالي فهي تتعرض لمخاطر السداد المبكر حيث أن قيمة المتحصلات تدفع للمستثمرين ، وقد نشأ من هذا النوع نوعين على النحو التالى :

**النوع الأول : السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة المجمعة :**

**Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)**

أ- ماهية وآلية عمل (CMOs):

هى أوراق مالية ابتكرها المهندسون الماليون فى عام ١٩٨٣ للحد من مخاطر السداد المبكر وبالتبعية مخاطر إعادة الاستثمار ، وتشبه السندات المضمونة برهون عقارية (MBBs) ، إذ تمثل صك مديونية يتم توريقه من محفظة قروض عقارية والتى تظل مملوكة للمصدر ، وتشبه الأوراق الناقلة (MBS) ، ذلك أن أصل الورقة يتم سداده على دفعات دورية ، كما يحصل المستثمر على نصيبه من السداد المبكر ،

وهذا يعنى أن المستثمر مازال عرضة للسداد المبكر [١].

إن ابتكار CMOs لا يمحى مخاطر سرعة السداد ، ولكن يوزع مخاطر السداد المبكر على شرائح مستثمرى CMOs ، ولكن يبدو أننا سرنا بطريقة عكسية فعرضنا النتائج قبل أن نعرض الكيفية الموصلة لها .

وبادئ ذى بدء فإن آلية CMOs تستند على وجود مجموعات أو مراتب أو شرائح مختلفة Classes-Trenches للسندات المصدرة ، ولكل شريحة منها التدفقات النقدية المتميزة والتى تناسب شريحة من المستثمرين . حيث أن الإصدار الأول (Class A) يتمتع بالحصول على الفائدة أولاً ، أما الإصدار الأخير Class Z accrual bond لا يحصل على أى فوائد إلا فى النهاية بعد سداد فوائد الإصدارات السابقة عليه ، وبخصوص المبالغ الأصلية فيتم السداد للإصدار الأول (Class A) ، ثم الإصدارات التالية له ، إلى أن يتم فى النهاية سداد المبلغ الأصلى والفوائد للإصدار الأخير (Class Z) .

ولقد نمت اصدارات (CMO ) فى الولايات المتحدة الأمريكية ابتداء من عام ١٩٨٦ بفضل تعديل قانون الضرائب والمسمى بـــ قناة الاستثمار فى القروض العقارية الحقيقية Real Estate Investment Conduit(REMIC) ، حيث أعفى اصدارات (CMO ) من الخضوع للضرائب ، وزادت اصدارات Fannie mae (REMICs) من ٤٤٠ مليون دولار إلى ١,٣٩ بليون دولار بعد تطبيق الإعفاء الضريبى [٢].

ب – المخاطر المرتبطة بـــ (SMOs) :

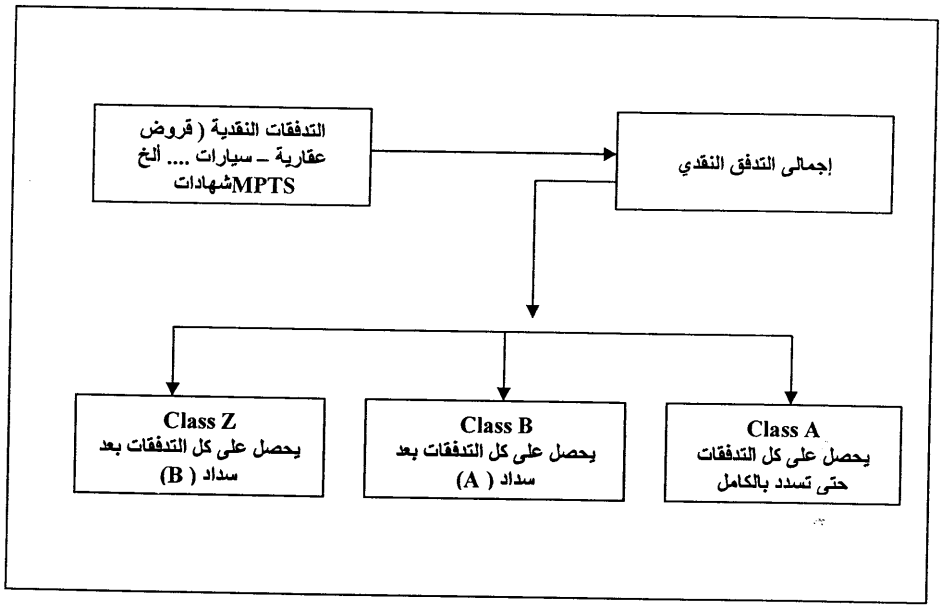
تعتمد شهادات SMOs على فكرة التجزئة لتخفيف أثر مخاطر الأوراق

---

(١) تم إصدار أول سندات مضمون برهون عقارية مجمعة من خلال مؤسسة فريد ماك افى يونيو ١٩٨٣م ( WWW.Investor Dictionary.com ) .

(2) Cadwalader, wickerssham & Taft LLP, Legal Considerations in Structuring asset-backed Securities in the US Market, Global Securitization and Structured Finance 2005. p2.

المالية المشتركة ، وهو الأمر الذى يترجم إلى سرعة سداد التزامات المستثمرين بطريقة الدفع التتابعى ، وأن الضمانات المتجزئة تضمن الوصول إلى تقييم مرتفع يضمن انخفاض العائد المستحق على السندات(١)، وتعد جودة سندات SMOs مرتفعة وتحصل – غالبًا – على تصنيف AAA من شركات التصنيف الائتمانى نظرًا لجودة الرهون الضامنة لها ، بالإضافة إلى أن حجم الرهون الضامنة يفوق حجم الإصدارات ، وأن الوكالات الفيدرالية Ginnie Mae, Fannie mae or Freddie Mac التى تصدر SMOs تكون مضمونة من جانبها ، وعليه إذا أفلست الجهة المصدرة فإن الرهون العقارية الضامنة تكون خط الدفاع الأول لمستثمرى SMOs ، لذلك يمكن القول بأن مخاطر الائتمان أو عدم السداد تعتبر منخفضة فى إصدارات SMOs ، ويوضح الشكل رقم (١٣) التالى السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة CMOs :




## النوع الثانى : السندات المجزئة والمدعومة برهون عقارية :

## Stripped Mortgage Backed Securities (SMBs)

(١) Hunton & Williams, "Asset Securition", http://www.hunton.com/asset.html.

نشأ (SMBS) بواسطة الوكالة الفيدرالية Fannie mac فى عام ١٩٨٦ باعتباره منتج مشتق Derivative من السندات المدفوع من خلالها التدفقات النقدية للقروض العقارية (MPTBs) ، وتم ابتكار Striped MBs من خلال تغيير توزيع المبالغ الأصلية والفوائد بطريقة غير متساوية .

وتوجد السندات المجزئة والمدعومة برهون عقارية (SMBs) صورتين [1] ، فوائد فقط أو مبلغ أصلى فقط : Interest Only / Principal Only وفقاً للصورة الأولى (فوائد فقط) يتم تخصيص الفوائد كلها لإصدار ويطلق عليه (IO) Interest only class وبالتالى تحصل سندات هذا الإصدار على جميع الفوائد فى حين يتم تخصيص المبالغ الأصلية (الصورة الثانية) كلها لإصدار آخر (Principal Only Class) ويتم شراء الإصدارات الخاصة بالمبلغ الأصلى فقط (PO Security) بسعر يقل كثيرًا عن السعر الاسمى (at a discount) ، ويتوقف العائد على سرعة السداد المبكر فكلما كان السداد أسرع ارتفع العائد ، وعندما يتم شراء (IO) أى الفوائد فقط فلا يوجد قيمة اسمية ، وبعكس الـــ PO فإن المستثمرون يرغبون فى إبطاء السداد المبكر لأن الفائدة تحسب على المبلغ الأصلى المتبقى ، وبالتالى فى حالة السداد المبكر للمبلغ الأصلى ينخفض وتقل معه الفوائد ، وإذا أسرع فى السداد فقد لا يحصل المستثمر (IO) على المبلغ الأصلى الذى دفعه ، وهذا يؤدى إلى تدهور التدفقات النقدية لـــ (IO) .

ويمكن تخصيص الفوائد كلها فقط (IO Class) أو المبالغ الأصلية فقط (PO Class) للشريحة الواحدة ولذلك تسمى Supper CMO'strips ، وعندما يتم تخصيص (Po Class) داخل الشريحة يطلق عليها (Supper PO) حيث أن هذه الشريحة تحصل على كل التدفقات النقدية حتى تسدد بالكامل (SMOs) وفى ذات الوقت فإن فئة من هذه الشريحة ستحصل على المبالغ الأصلية قبل غيرها من داخل ذات الشريحة ، وبالتالى استحالة تعرضها لمخاطر السداد المبكر .

---

(1) A USAID Program implement by the institute of international education, "securitization", Cairo, July, 2003, pp. 270-280.

## المطلب الخامس : أنواع أخرى من التوريق :

وبجانب الأنواع السالف الإشارة إليها يظهر كل يوم أنواع جديدة من التوريق ونوجز فيما يلي أشهر الإصدارات الجديدة من التوريق :

### ١ – الأوراق المالية الصادرة بضمان قروض السيارات

### Auto Loan- backed Securities

تعد الإصدارات المدعومة بقروض السيارات ، من أقدم وأشهر إصدارات فى الأسواق الثانوية للأوراق المالية المدعومة بأصول Asset - backed Securities (AbS) ، وتصدر بواسطة شركات تابعة لمصانع السيارات أو البنوك التجارية، أو شركة مالية متخصصة فى قروض السيارات ، وتمثل نسبة تتراوح من ٢٥% وحتى ٨١% من الأوراق المدعومة بأصول ، حيث أن قروض السيارات تعتمد على جودة ائتمان المقرضين ويمثلون السوق الأولى للقروض Prime auto Loans ، وتتميز هذه الإصدارات بإرتفاع تقيمها من مؤسسات التقييم ، حيث أنها اصدارات قصيرة الأجل Short-Term ، ومضمونه من المقرضين ، وغالباً يتم تغطيتها من خلال شركات ترويج وتغطية الاكتتاب ، وأخيراً فإن الاصدار يمثل نسبة تتراوح ما بين ٩٣% إلى ٩٦% من قيمة القروض الضامنة ، وبذلك تُعد أوراق مالية آمنة ، تصدر عنها شهادات مستحقات السيارات Certificates of Automobile Receivable (CARS) ، وتنتشر هذه الإصدارات فى أوروبا وخاصة فى إيطاليا والمملكة المتحدة والبرتغال وأخيراً بلجيكا [1].

### ٢ – الأوراق المدعومة بقروض الطلاب :

### Student Loan- backed Securities (SLABS)

تغطى قروض الطلاب تكلفة الدراسة بالجامعة والدراسات العليا ، والأوراق

---

(1) Flanagan and Readon, European structures Product,2001 Review and 2002 out Look,p9 .

المالية المدعومة بهذه القروض يطلق عليها

Student Loan- backed Securities (SLABS)

ووفقاً للبرنامج الفيدرالى لقروض التعليم العائلى Federal Family Education Loan Program (FFELP) ، وتقوم الحكومة بإقراض الطلاب نيابة عن مقرضى القطاع الخاص ، وتكون هذه الإصدارات مضمونة من الحكومة ( الأصل + الفوائد ) بنسبة تصل إلى ١٠٠% ، ولتشجيع سوق قروض الطلاب وافق الكونجرس الأمريكى على إنشاء مؤسسة تسويق قروض الطلاب Student Loan- Marketing association (SALLIE MAE) ، وهى الراعى لشراء قروض الطلاب وإصدار أوراق مالية مدعومة بهذه القروض فى السوق الثانوى ، وقامت المؤسسة بأول إصدار فى عام ١٩٩٥ ، والأرباح المحققة عن هذه الإصدارات معفاه من الضرائب وتوجد مؤسسة من القطاع الخاص لا تهدف إلى الربح مثل Money Store تقوم بإصدار الأوراق المالية المدعومة لقروض الطلاب [١].

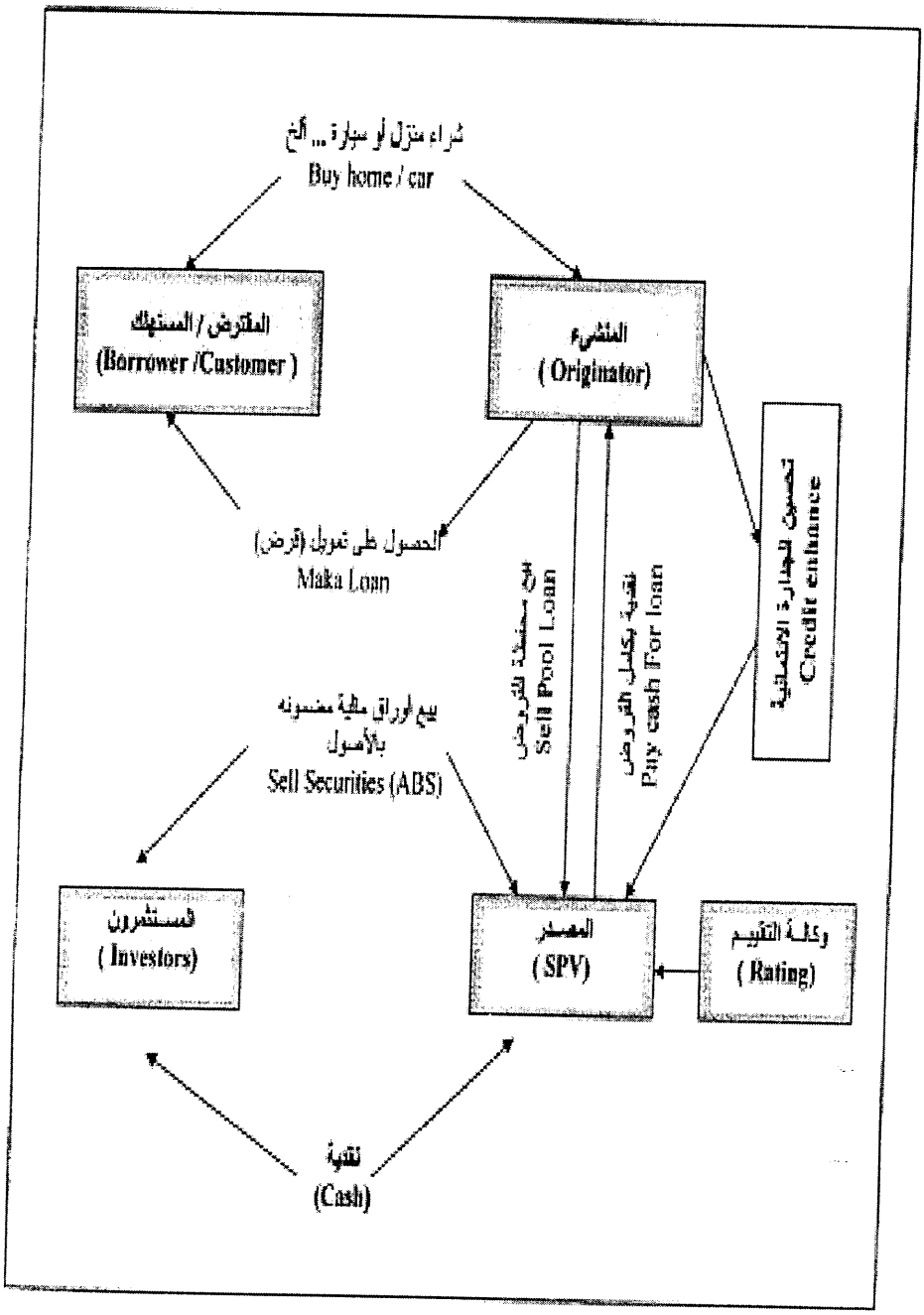
وتوجد ثلاث فترات للتدفقات النقدية Cash Flow لقروض الطلاب وهى فترة الدراسة لا يتم سداد مدفوعات عنها وتسمى فترة التأجيل Deferment Period ، وبعد التخرج عادة بفترة ستة أشهر أيضاً لا يتم سداد المدفوعات وتسمى فترة السماح Grace Period ، وبعد ذلك يتم سداد المدفوعات من المقترضين وتسمى Loan Repayment Period ، ومعظم هذه الإصدارات تكون بفائدة متغيرة مرتبطة بسعر Libor [٢].

ويوضح الرسم التخطيطى رقم (١٤) آلية عمل ( SLABs )

---

(1) Frank J. Fabozzi, Fixed income Analysis, pp 422-423.

(2) Donna Faulk, "SBA Lloan- backed Securities" Chapter 10 in Asset-backed Securities.


شراء منزل أو سيارة ... الخ
Buy home / car
المقترض / المستهلك
(Borrower /Customer )
المنشيء
( Originator)
تحسين الجدارة الائتمانية
Credit enhance
الحصول على تمويل (قرض)
Make Loan
بيع محفظة القروض
Sell Pool Loan
نقدية بكامل القروض
Pay cash For loan
بيع أوراق مالية مضمونه بالأصول
Sell Securities (ABS)
المستثمرون
( Investors)
المصدر
( SPV)
وكالة التقييم
( Rating)
نقدية
(Cash)

## المبحث الثانى

## طـــرق نقل الأصول من المنشئ إلى المصدر

**تمهيد وتقسيم :**

الفكرة الرئيسية فى عملية التوريق هى قيام المنشئ بتوريق أصوله المالية ، أى تحويلها إلى ورقة مالية ، وهذا يستلزم تحويل الأصول من صاحبها المنشئ إلى المستثمرين من خلال معبر أو قناة Conduit المتمثل فى شركة التوريق SPV .

وعملية تحويل أو نقل الأصول يلزم أن تتم من خلال إحدى الأطر القانونية الناقلة للحقوق على هذه الأصول ، بحيث يتمتع المصدر بحقوق المالك عليها ، الأمر الذى يكفل له وللمستثمرين الذين اكتتبوا فى الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك الأصول اطمئنان على أموالهم .

والأنظمة القانونية تبنت ثلاث طرق مختلفة لنقل أو تحويل الأصول من المنشئ إلى المصدر ، وتتمثل الطريقة الأولى فى حوالة الحق كطريقة لانتقال الحقوق أو الالتزامات ، أما الثانية فهي تجديد الالتزام كوسيلة لانقضاء الحقوق أو الالتزامات، أما الطريقة الثالثة فهى المشاركة الجزئية وهى من أكثر الطرق شيوعاً فى أسواق المال وخاصة فى الولايات المتحدة الأمريكية .

وبناء على ذلك يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب وذلك على النحو التالى :

المطلب الأول : حوالة الحق كطريقة لتحويل الأصول من المنشئ إلى المصدر .

المطلب الثانى : التجديد .

المطلب الثالث : المشاركة الفرعية أو الجزئية .

## المطلب الأول : نقل الأصول المالية بحوالة الحق

### التعريف بالحوالة :

حوالة الحق هى اتفاق بمقتضاه بنقل الدائن (المحيل Assignor Cedant) ، إلى طرف آخر ( المحال عليه Cede ) يحل محله فى هذا الحق بجميع مقوماته وخصائصه ، ويكون بذلك دائناً جديداً لهذا المدين .

### الأغراض التى تحققها الحوالة :

حوالة الحق تحقق فى العمل أغراض ومصالح متعددة ، فالحق الشخصى وهو قيمة مالية فى ذمة الدائن ، لا تكون له فاعليته الكاملة إلا إذا كان الدائن يستطيع أن يتصرف فيه كأى عنصر من عناصر الذمة المالية قبل حلول أجله ، فقد يقصد الدائن أن يبيع حقه للمحالة له قبل استحقاق أجله لحاجته العاجلة للمال ، وقد يقصد به أن يهبه ، أو يرهنه ، أو أن يوفى ديناً عليه للمحال له (الدائن الجديد الذى يحل محله) ، فتكون الحوالة طريقة لانقضاء الالتزام [١].

### نفاذ الحوالة فى حق المدين والغير وأثرها فى عملية التوريق :

القاعدة أن الحق الشخصى مثله فى ذلك مثل عناصر الذمة المالية الأخرى قابل للحوالة ، فالأصل وفقاً للمادة ٣٠٣ من التقنين المدنى المصرى أن الحوالة ترد على جميع الحقوق أياً كان محلها ، ولا تختلف الحقوق كذلك من حيث صلاحيتها للحوالة ، باختلاف أوصافها أو طبائعها ، فالحقوق المؤجلة أو المعلقة ، والحقوق المدنية والتجارية تعتبر من هذه الناحية بمنزلة سواء [٢].

---

(١) أ.د. فتحى عبد الرحيم عبد الله ، دروس فى أحكام الالتزام ، جـ٢ ، مكتبة الجلاء الجديدة ، المنصورة ، ١٩٧٩ ، ص ٢٨٣ وما بعدها .

(٢) مجموعة الأعمال التحضيرية للقانون المدنى ، جـ٣ ، ص ١١٣ .

ولكن توجد بعض الحقوق لا يجوز حوالتها على سبيل الاستثناء وذلك بنص القانون مثال ذلك الحقوق الغير قابلة للحجز بنص المادة ٣٠٤ ، أو بسبب منافتها لطبيعة الالتزام ، كأن يكون الحق متصلاً اتصالاً وثيقاً بشخصية الدائن أو روعيت فيه شخصيته ، فلا يمكن أن ينزل عنه إلى شخص آخر ، من ذلك حق الشريك فى شركات الأشخاص ، أو نتيجة اتفاق الدائن والمدين على عدم جواز الحوالة فيتقيد الدائن باتفاقه ، ولا يجوز له حوالة حقه لدى المدين [١].

وتنص المادة ٣٠٥ من التقنين المدنى المصرى على أنه « لا تكون الحوالة نافذة قبل المدين أو قبل الغير إلا إذا قبلها المدين أو أعلن بها ، على أن نفاذها قبل الغير بقبول المدين يستلزم أن يكون هذا القبول ثابت التاريخ » .

ووفقاً لهذا النص فإن الحوالة تنعقد صحيحة بتراضى طرفيها المحيل ، والمحال له دونما حاجة إلى رضاء المدين ، إلا أن نفاذها فى حق المدين والغير يستلزم إجراءات لجعلها نفاذة فى حق المدين والغير وهما :

**الإجراء الأول : إعلان المدين بالحوالة**

ويقصد به إعلامه رسمياً بورقة من أوراق المحضرين ، فلا يكفى الإعلان الشفوى أو بخطاب مسجل ، ويجب أن يتضمن الإعلان ذكر وقوع الحوالة مع بيان شروطها الأساسية ، ويمكن أن يقوم بالإعلان المحيل (الدائن) أو المحيل له (الطرف الآخر) ، إلا أن الغالب يكون الإعلان بمعرفة المحال له (الطرف الآخر) لأنه أكثر من المحيل أن تنفذ الحوالة فى حق المدين والغير ، فهو الذى يخشى إذا أبطأ فى إعلان المدين أن يعمد المحيل إلى التصرف فى الحق مرة أخرى أو استيفاء الدين من المدين أو أن يقوم الغير بإجراء الحجز على الحق محل الحوالة .

---

(١) أ.د. عبد الرازق السنهورى ، الوسيط فى شرح القانون المدنى ، الجزء الثالث ، نظرية الالتزام بوجه عام ، دار إحياء التراث العربى ، بيروت ، ١٩٥٨ ، بند ٢٠٦ .

**الإجراء الثانى : الحصول على اعتراف المدين بالعلم بالحوالة فى ورقة ثابتة التاريخ :**

أن كلمة قبول Acceptation الواردة بالنص لا تعنى بالضرورة الحصول على رضاء أو قبول من المدين ، والمطلوب فقط هو تأكيد علمه بالحوالة ، فالقبول لا يفيد أكثر من إقرار من جانب المدين بأنه علم بالحوالة ، حيث أنه ليس طرفاً فيها، لأنها اتفاق بين الدائن المحيل والمحال له (الدائن الجديد) دون حاجة إلى رضاء المدين ، وهنا يتعين إضافة شرط جديد حتى تكون الحوالة نفاذة فى حق الغير (محال إليه ثان أو دائن مرتهن أو دائن حاجز) [١] ، وهو أن يكون القبول ثابت التاريخ ، ذلك أن القبول عادة ما يكون فى ورقة عرفية ، والقاعدة أن الورقة العرفية لا تكون حجة على الغير فى تاريخها إلا منذ أن يكون لها تاريخ ثابت [٢].

**آثار نفاذ الحوالة :**

ويترتب على نفاذ الحوالة أثرها بالنسبة للمدين ، فيصبح مديناً للمحال له دون المحيل ، ومن ثم يتعين عليه أن يفى للأول دون الثانى ، بحيث إذا قام بالوفاء لم يكن مبرئاً لذمته ، ويكون للمحال له أن يطالبه بالوفاء مرة أخرى ، ونفاذها بالنسبة للغير ، فتعنى عند تزاحم المحال له مع أى منهم ، كالمحال له الثانى أو الدائن المرتهن أو الدائن الحاجز أن يقدم المحال له إذا كان تاريخ نفاذ حوالته فى حق الغير سابقاً على تاريخ نفاذ الحوالة الثانية أو على صيرورة الرهن نافذاً فى حق الغير أو على تاريخ الحجز [٣].

---

(١) عرف بعض الفقه المقصود بالغير فى حوالة الحق هم الأشخاص الذين لهم فى ذمة المحيل حق خاص على الحق المحال به يتعارض مع الحوالة ، راجع : نقض مدنى ٥ ، إبريل سنة ١٩٦٧ مج ، س ١٨ ، رقم ١٣٣ ، ص ٨٧٢ .

(٢) المادة ١٥ من قانون الإثبات .

(٣) المادتين ٣١٣ ، ٣١٣ من التقنين المدنى المصرى .

وبناء على ما تقدم ، فإن نفاذ الحوالة فى حق الغير قد يكون عائقاً لعملية التوريق ، حيث قد بيَّنا أن عملية التوريق هى عملية مركبة تتم على مرحلتين الأولى تجميع أكبر عدد من القروض الغير قابلة للتسييل Illiquid Loans أو الحقوق Receivables (الأصول المالية )، والثانية عملية إصدار الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول .

ولكى يقال أن المرحلة الأولى قد تمت من خلال الحوالة ، أى نقل الأصول المالية من المنشئ إلى المصدر ، يتعين أن تنفذ هذه الحوالة فى حق الغير حتى يحتج بها عليه ، وبطريقة أخرى ، لكى تستطيع الشركة المصدرة (SPV) مطالبة مدينى المنشئ Originator أو حتى يقال أن هؤلاء المدينين يتعين عليهم الوفاء بما عليهم من ديون لها يتعين أن تنفذ الحوالة فى حقهم بما معناه وجوب إعلانهم بالحوالة وقبولهم لها .

وتطبيق هذه القواعد فى عملية التوريق يثير من الناحية العملية الصعوبات الآتية :

**١ – تزايد تكاليف العملية :**

ذلك أن الإعلان يتعين أن يكون بالطريق الرسمى ، أى من خلال مندوب الإعلان ، وبالتالى تزايد حجم التكاليف التى يتكبدها المصدر (SPV) ، فى ظل أن عدد المدينين فى عملية التوريق غالباً يكون كبيراً ، وقد يصل إلى الآلاف وعلى سبيل المثال ، الحقوق الناجمة عن بطاقات الائتمان Credit Card Receivables والحقوق الناتجة عن التأجير Leases ، والحقوق الناتجة عن قروض شراء المعدات والحاسبات الآلية Computer and Receivables .

**٢ – استطالة المدة الزمنية للعملية :**

أن إعلان المدينين أو قبولهم للحوالة يحتاج إلى وقت طويل للوصول إليهم من خلال عناوينهم ، هذا فضلاً عن صعوبة الاهتداء إلى أماكن إقامتهم والتى قد تتغير .

ويرى جانب من الفقه الإنجليزى[1] ، ضرورة مراعاة مجموعة من القواعد المرشدة عند اتفاق أطراف التوريق على طريقة التنازل أهمها :

١-التأكد من عدم وجود اشتراطات تحظر تحويل الأصول المالية ، محل التوريق .

٢-التأكد من آجال هذه الأصول والشروط الملازمة لها .

٣-التأكد من أن هذه الأصول قابلة للتحويل وفقاً للتشريعات القانونية والمحاسبية المطبقة لدى أطراف التوريق .

٤-التأكد من عدم اشتراط موافقة المدين على تحويل الدين محل التوريق .

إن النظم القانونية الأنجلو أمريكية تميز بين الملكية التامة أو الكاملة Perfect Title وبين حق الانتفاع Beneficial Ownership فقط للأصول موضوع التوريق وضماناتها ، خاصة عندما تظهر بعض الشكوك حول ملاءة البنك البادئ بالتوريق وإمكان تعرضه للتعثر . ويجب توافر مجموعة من الشروط لكى يعتبر التوريق قانونياً وهى :

١-ضرورة وجود عقد توريق مكتوب وموقع من البنك البادئ بالتوريق والشركة المصدرة للتوريق .

٢-ضرورة منح سندات حق انتفاع Title in Equity، وليس نقل ملكية للشركة المصدرة للتوريق مع احتفاظ البنك بالأصول محل التوريق، وضماناتها الأصلية .

٣-الإعلان الصريح المكتوب بأتفاق التوريق ، وتسليمه فعلياً للمدين من جانب الشركة المصدرة للتوريق حتى يمكنه من سداد الدين فى ميعاد استحقاقه للشركة المصدرة للتوريق ، وليس إلى البنك البادئ بالتوريق طبقاً لشروط عقد التوريق .

---

(1) Jane Borrows, Sidley & Austin, Legal and Regulatory Consideration, Euro money, DC Gardner Work Book, Euro money Pub.Plc 1996, p.14

مشار إليه أ.د. حسين فتحى عثمان ، "التوريق المصرفى للديون الممارسة والإطار القانونى" ، مرجع سبق ذكره ، ص ١١٠ وما بعدها .

ويتضح مما سبق أن طريقة التنازل تعتبر طريقة معقدة وشائكة حيث ينتج عنها بعض الآثار السلبية أهمها :

١-إعطاء المدين الحق فى إمكانية عدم الوفاء بالدين لمصدر التوريق بمقتضى سندات الدين (حق الانتفاع) التى تسلمها من البنك البادئ بالتوريق .

٢-إعطاء المدين والبنك البادئ بالتوريق الحق فى إمكانية تعديل الشروط المرتبطة بالأصول محل التوريق وضماناتها دون الرجوع إلى مصدر التوريق فى ذلك الشأن .

٣-إعطاء المدين إمكانية التخلص من التزاماته بالوفاء بالدين فى البنك البادئ بالتوريق بكافة الطرق الشرعية .

وفى فرنسا ابتكر المشرع بموجب قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ فى شأن المنشآت المالية المتخصصة فى توظيف الديون المحمية ، والصادر فى ٩ مارس سنة ١٩٨٩ ، حوالة تقترب من حوالة ديلى[١] وهى حوالة الاستثمار .

وتقضى المادة ٧/٣٤ من قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ بأن حوالة الحق تتم بتسليم الفاتورة ، وتبين اللائحة البيانات الواجب توافرها فى فاتورة الاستثمار والتى تأخذ شكل قائمة Borderedu تحتوى على ما يلى :

---

(١) حوالة ديلى ، تهدف إلى تسهيل حصول العملاء على الائتمان المصرفى ، وبموجب تلك الحوالة يستطيع العميل أن ينقل إلى البنك مانح الائتمان ، حقوقه على مدينه بإجراء بسيط هو تسليمه فاتورة خاصة تسمى فاتورة ديلى ، دون الحاجة إلى الإجراءات المكلفة والمعقدة التى تفرضها الحوالة المدينة ، وتنتج هذه الحوالة أثرها بين الأطراف وتسرى فى مواجهة الغير من تاريخ الفاتورة ، وفقاً للمادة ٢ من القانون الصادر برقم ٨١-١ بتاريخ ٢ يناير ١٩٨١ وأطلق على هذا القانون اسم من اقترحه وهو عضو مجلس الشيوخ "ديلى" راجع فى ذلك :

Damas (Jean-pierre) - Roblot (Rene), Cession et Nantissement de creances professionnelles, Rep.com.dalloz, 1998.

١- عقد أو صك الحوالة Actede cession de creancs .

٢- الإشارة إلى أن الحوالة خاضعة لأحكام قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ .

٣- تعيين المحال إليه Designation du cessionndire [١].

٤- تعيين وتعزيز الأصول المالية المحالة ، وإجمالى مبلغ الديون ، وتواريخ استحقاقها وقائمة بأسماء المدينين .

٥- الإشارة إلى أن الحوالة تعرض التزاماً على المحيل بأن يقوم بأى عمل ضرورى لازم للمحافظة على ضمانات الأصول المالية .

وحوالة الاستثمار أداة شكلية يمكن بواسطتها تنفيذ حوالة الحق ، دون حاجة إلى اللجوء إلى حوالة الحق المدينة ، حيث تسمح بنقل الحق بمجرد تسليمها هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى تنفذ فى مواجهة الغير من التاريخ المدون فيها عند تحقق التسليم ، وبذلك تم التغلب على عقبات الحوالة المدينة لأن الأمر أصبح يسير ونفاذها لا يحتاج إلى إخطار المدين بورقة رسمية ، أو قبوله حتى تصبح نافذة فى حقه وفى حق الغير .

وفى اليابان فقد تبنى المشرع فكرة الإعلان العام Public Notice ، وتقوم هذه الفكرة على أنه يكفى قيام المؤسسة المصدرة SPV (المحال له) أن تفصح لمدينى المؤسسة المنشئة (المحيل) عن اتفاق الحوالة من خلال الإعلان العام كالنشر فى الصحف ، ومن تاريخ هذا النشر تصبح الحوالة نافذة فى حق المدينين والغير دون حاجة إلى إجراءات أخرى ، وبذلك يتم نقل الحق بإجراء بسيط وغير مكلف لعملية التوريق، ولا يقوم المصدر SPV بالإعلان العام إلا بعد موافقة وزارة التجارة والصناعة(MITI) Ministry of International Trade and Industry

---

(١) ويطلق عليه أيضاً du, fonds commun de creances أي الصندوق المصدر للأوراق المالية المضمونة بأصول مالية .

على خطة Plan التى ستكون محلاً لعملية التوريق بعد دراسة الضمانات المقررة للمدينين ، والتأكد من جدية عملية التوريق حماية للمستثمرين ، توافق على الأعلان العام عن الحوالة ، وبمقتضاه تكون نفاذة فى حق المدين والغير (١).

وفى مصر ، فقد تبنى المشرع فكرة الإعلان العام Public Notice من خلال النشر بالصحف عن اتفاق الحوالة فى حق المدين والغير ، وخرج عن أحكام الحوالة العادية حيث نص فى عجز المادة ٤١ مكرر (١) من قانون سوق رأس المال بأن « تكون الحوالة فى جميع الأحوال نافذة ومنتجة لأثرها دون اشتراط موافقة المدين ، أو إخطاره بها » ، وتتم بموجب اتفاق بين المحيل وشركة التوريق المحال لها ، واشترط المشرع المصرى فى المادة المشار إليها أن تكون الحوالة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط ، وناقلة لجميع الحقوق والمستحقات والضمانات المحالة ، وأن يكون المحيل ضامناً لوجودها وقت الحوالة ، ولا يكون مسئولاً عن الوفاء بأى منها بعد إتمام الحوالة إلى شركة التوريق .

---

(١) Michael T. Kawachi "the new law of asset securitization in Japan", University of Puget Sound Law Review, Vol. 17: 582, p. 594. The author illustrates the following :
"in accordance with article 5 of Japan civil cod the originator is requirered to promptly notify the original oblige of the assignment to perfect the assignment original oblige of the assignment to perfect the assignment against third partics, section 178 of the civil cod requires possession to perfect a security interest in movables, and section 467 of the civil cod requires notice to or consent from the oblige with respect to obligations of a named oblige. These requirements were a major impediment to the securitization of large numbers credit card receivables in Japan. Under article 6 of securitization law the specified person must submit a plan to the MITI and obtain confirmation that the plan conforms to three general areas of concern including (1) the total number of claims assigned in relation to the needs of the originator's - business (2) the total number of claims assigned in relation to quality of the originator's other assets and (3) the collection history of the originator's claims by pursuant to article 7 of the securitization law, public notice of the assignment of receivables is permitted if the assignment is accordance with a plan confirmed by the MITI under article 6.

والأصل وفقاً للمادة المشار إليها أن يتولى المحيل تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ومباشرة حقوق شركة التوريق فى مواجهة المدينين لصالح حملة السندات المضمونة بتلك الحقوق والمستحقات المحالة ، بصفته وكيلاً عن شركة التوريق ، ويبدو أن هذا الإجراء يفيد أشخاص عملية التحصيل جميعهم ، فمن ناحية يستمر المدين فى التعامل مع دائنه القديم الذى يكون على دراية بأوضاعه المالية ، وقواعد وإجراءات التحصيل ، ومن ناحية ثانية يتجنب المحال له (شركة التوريق) ، المنازعات التى يمكن أن تثور أثناء التحصيل ، ومن ناحية ثالثة يظل المحيل على علاقة بعميله فلا تنقطع صلتهما بالحوالة ، ويستفيد من مقابل الخدمات Income fee عن عملية التحصيل ، وهى نفس الإجراءات فى التشريع الفرنسى الصادر فى ٢٣ ديسمبر ٩٨٨ فى المادة ٣٦ الفقرتين ١ ، ٢ ، وربطت المادة ٣٦ انتقال عملية التحصيل من المحيل إلى غيره بإخطار بخطاب على عنوانه بهدف إعلانه بنقل التحصيل .

واستثناءً من ذلك يجوز أن يتم الاتفاق على أن يتولى تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة طرفاً آخر بخلاف المحيل كأن تتولى شركة التوريق التحصيل أو تعهد بذلك إلى مؤسسة متخصصة أخرى ، ولكن يشترط فى هذه الحالة لنفاذ الحوالة فى حق المدين والغير أن يتم إخطار المدينين الملتزمين بالحقوق والمستحقات والضمانات المحالة بهذا الاتفاق و ذلك بكتاب مسجل مصحوب بعلم الوصول [١].

أن وجوب إخطار المدين باتفاق الحوالة فى حالة قيام آخر غير المحيل بتحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ، وقد يقال بأن هذا الإخطار عديم الجدوى حيث اشترط المشرع فى عجز المادة المشار إليها أن الحوالة نافذة ومنتجة لأثرها دون اشتراط موافقة المدين أو إخطاره بها . ولكن نرى أن الإخطار فى هذه الحالة

---

(١) الفقرة الثانية من المادة (٤١) مكرر (١) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل بالقانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ، الجريدة الرسمية ، العدد ٢٥ تابع (أ) فى ٢٠٠٤/٦/١٧ .

له أهميته أيضاً لما يلي :

١-إخطار المدين بالحوالة أو قبوله لها إجراء لازماً لسريانها فى مواجهته ، فى حين أن حوالة محفظة التوريق لا تتعلق بمبدأ السريان وإنما هو إعلان بسيط بنقل التحصيل .

٢-أن الإخطار فى هذه الحالة يقلب وضع المدين من حسن النية لا يعلم بالحوالة ، وأنه يجب أن يوفى الدين إلى المحالة له (الدائن الجديد) وليس المحيل (المنشئ) إلى مدين سيء النية ، وذلك إذا تصرف على غير مقتضاها ، ومن هنا تظهر أهمية الأخطار فى الحد من مخاطر تحصيل الحقوق والمستحقات المالية، إذا أوفى المدين إلى المحيل ، وقطع الطريق عليه إذا تمسك بحسن النية فى هذا الوفاء .

إن المشرع المصرى تبنى فكرة الإعلان العام بالنشر فى جريدتين يوميتين-صباحيتين واسعتي الانتشار - أحداهما على الأقل باللغة العربية ، عن اتفاق الحوالة ، وحسناً فعل - لتسهيل وتيسير عملية نقل الأصول المالية بإجراء بسيط وغير مكلف وموفر للوقت والجهد ، حتى لا تتأثر قيم الأصول محل عملية التوريق ، إلا أنه كان ينبغى أن يشترط موافقة الهيئة العامة لسوق المال على الإعلان عن اتفاق الحوالة كما فعل المشرع اليابانى فى المادة (٦) من قانون التوريق الذى اشترط موافقة وزارة التجارة والصناعة على الإعلان العام ، فى حين اكتفى المشرع المصرى بإخطار الهيئة بالاتفاق ، وأيضاً لم ينص المشرع المصرى على سريان الحوالة فى حق المدين والغير ابتداءً من تاريخ النشر بالصحف حيث يتعين الوفاء للدائن الجديد من هذا التاريخ .

## المطلب الثاني : نقل الأصول المالية عن طريق التجديد :

**تعريف التجديد :**

التجديد Novation هو تصرف قانونى يتم بمقتضاه الاتفاق على انقضاء التزام قديم ، وإنشاء التزام جديد يحل محله ، ويتميز عنه إما بتغير الدين ، وإما بتغير المدين ، وإما بتغير الدائن .

وإذا كانت الحوالة وسيلة لانتقال الأصول المالية من المنشئ إلى المصدر (SPV) فإن التجديد Novation يمثل أحد أسباب انقضاء الالتزام الأصلى ونشوء التزام جديد .

**شروط التجديد :**

ويشترط المشرع المصرى فى التقنين المدنى فى المادتين ٣٥٢ و٣٥٤ ضرورة الاتفاق على التجديد صراحة أو استخلاصه من الظروف ، فالتجديد لا يفترض وجود التزام سابق يراد قضاؤه وإنشاء التزام جديد ، وضرورة اختلاف الالتزام الجديد عن القديم فى أحد عناصره وهو تغير الدين أو المدين أو الدائن .

**عملية التوريق والتجديد :**

نقل الأصول المالية من خلال التجديد يكون فى إطار التجديد بتغير الدائن الذى يصبح هو المصدر SPV بدلاً من المنشئ ، وذلك بشرط أن يتم الاتفاق بين الدائن الأصلى "المنشئ" والمدين والدائن الجديد (المصدر SPV) .

ويترتب على التجديد انقضاء الالتزام الأصلى وزوال توابعه ونشوء التزام جديد يحل محل الالتزام المنقضى ، ولا ينتقل إلى الالتزام الجديد التأمينات التى قدمها المدين عن الالتزام الأصلى إلا بنص القانون ، أو الاتفاق بين الدائن الأصلى والمدين والدائن الجديد (المصدر SPV) ، ولا تنتقل التأمينات الشخصية كالكفالة الشخصية إلا برضاهم [١].

---

(١) المواد ٣٥٦ ، ٣٥٧ ، ٣٥٨ مدنى مصرى .

وبناءً على ذلك ، فإنه يترتب على التجديد وفقاً للتقنين المدنى المصرى انقضاء الالتزام الأصلى (المنشئ)، ونشوء التزام جديد مكانه ، وعدم انتقال التأمينات المقدمة من المدين أو الغير لضمان الدين الأصلى إلا بالشروط المشار إليها ، وذلك بعكس انتقال الأصول المالية من خلال الحوالة والتى تتم باتفاق المنشئ والمصدر ، دون تدخل المدين ، إلى جانب انتقال الأصول ، بجميع ضماناتها باعتبارها من توابع انتقال الأصول المالية .

وبالرغم من أن التجديد يشترط اتفاق جميع الأطراف – المنشئ والمصدر والمدين – على استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى بديلة ، ويمثل ذلك عقبة فى نقل الأصول المالية فى عملية التوريق من خلال التجديد ، إلا أن استخدام التجديد لازال مزدهراً فى توريق الديون المصرفية ، حيث أثمرت توجيه المجموعة الاقتصادية الأوربية رقم ٣١٨٠ فى ١٨ ديسمبر ١٩٧٨ فى شأن وحدة النقد الأوربية European Currency Unit (ECU) فى الشرط رقم ٢/٢٥ ، قيام المؤسسات المصرفية بتوريق ديونها إذا كانت هذه الديون مجمعة وفى صورة تسهيلات معززة للقروض من خلال نقل الأصول المالية للبنك المنشئ إلى دائن جديد (SPV) بموجب اتفاق قرض نموذجى Speciman Loan Agree Mint وبالشروط الآتية [1]:

١–انقضاء الالتزامات والحقوق Discharged Obligations and Rights بين البنك الدائن (المنشئ) ومدينه .

٢–انتقال الحقوق والالتزامات إلى الدائن الجديد (المصدر SPV) .

٣–قيام البنك الوسيط أو المعتمد Agent Bank – تم استلامه فى مرحلة أولى شهادة تجديد الدين – بتسليم شهادة نقل الأصول المالية إلى الدائن الجديد (SPV) .

---

(1) Hughes J., "Transfer of Loan Participations, "Journal of International Law, 1987, p. 137 ets.

ويرى جانب من الفقه[1] ، أنه إذا كان نجاح التجديد كطريق لنقل الأصول موضوع التوريق يعتمد على ضرورة أن يكون الدين قرضاً مصرفياً ، فأن الممارسة أثبتت أن معظم صفقات التوريق تتضمن محفظة من الأصول المالية بخلاف القروض المصرفية ، هذا فضلاً عن رغبة معظم المؤسسات المصرفية المنشئة فى عدم تدخل أطراف أخرى مثل (SPV) فى علاقاتها بعملائها .

ويضيف جانب من الفقه [2]أنه بالرغم من أن التجديد يمثل الطريق الوحيد الذى يتم بموجبه التحويل الحقيقى لكل من الحقوق والالتزامات لاستبداله للحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة ، ونجاحه كآلية مستخدمة حتى الآن فى بيع الذمم المدينة الناتجة عن البطاقات الائتمانية ، فإن لقوانين حماية المستهلك أثر كبير على قدرة البنك المنشئ والمصدر SPV على تنفيذ العقد ضد المقترض (المدين) ، فقانون الائتمان الاستهلاكى فى بريطانيا الصادر عام ١٩٧٤ ينظم الائتمان الممنوح بمبالغ لا تقل عن ١٥٠,٠٠٠ جنيه استرلينى من خلال ضرورة الحصول على ترخيص مسبق ، والرقابة على المنشآت التجارية فيما يخص تجهيز البضائع على أساس الإيجار والشراء اللاحق Hire, Or Hire-purchase ، فإذا لم يتم الوفاء بمتطلبات الترخيص فلا يمكن للبنك المقرض تنفيذ الدين ، هذا وإن كان تجديد الدين من وجهة نظر مصرفى إنجليزى يعتبر تحويلاً نظيف Clean Transfer باعتبار أن هذه الأصول مستثناه من نسبة الموجودات الخطرة Risk-Assets Ratio لدى المنشئ .

والخلاصة أن نقل الأصول من خلال التجديد يثير العديد من الصعوبات فى ظل اشتراط موافقة جميع الأطراف وهم المنشئ ، والمصدر ، والمدين على تحويل الأصول المالية إلى دائن جديد وهو المصدر SPV ، وعدم انتقال الالتزام

---

(١) أ.د. حسين فتحى عثمان ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٢٥ .

(٢) أ.د. خالد أمين عبد الله ، مرجع سابق ، ص ١٧-١٨.

وبضماناته إلا بنص فى القانون أو اتفاق المتعاقدين وعدم انتقال التأمينات سواء العينية أو الشخصية إلا بعد موافقة المدين أو الغير .

والتجديد قد يكون وسيلة فعالة بالنسبة للنظم القانونية التى لم تعترف بعد بنظام حوالة الحق فى عملية التوريق - الأنجلو أمريكى - أما بالنسبة للنظم القانونية التى تعرف حوالة الحق مثل التشريع الفرنسى والمصرى فإن الحوالة تعد آلية فعالة لنقل الحقوق والالتزامات فى عملية التوريق كما سبق وأن بينا .

## المطلب الثالث : نقل الأصول المالية من خلال المشاركة الجزئية

## Sub - Participation

تعد طريقة المشاركة Participation من أكثر الطرق انتشاراً فى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ، ومن خلال هذه الطريقة يتم عزل الأصول عن المنشئ (Seller/ Originator) من خلال نقلها إلى مؤسسة مالية والتى تسمى بـــ Sponsor أو Grantor trust أو Participant بعد دفع مبلغ مالي مقابل شرائه محفظة التوريق ، وغالباً يقوم بتأسيس الشركة ذات الغرض الخاص SPV التى تقوم بإصدار الأوراق المالية المضمونة بالأصول [1].

وطبقاً لهذه الطريقة فى تحويل أو نقل الأصول المالية فإن الراعى Sponsor تقع عليه مسئوليات عديدة من حيث تكوين الشركة ذات الغرض الخاصSPV ، وكافة أطراف العملية للتأكد من الجدارة الائتمانية للأصول المالية قبل الإقدام على عملية شراء الأصول وهذه الأصول - سندات المديونية - حيث أنه طبقاً لهذه الآلية ليس له حق الرجوع على المنشئ non recourse فى حالة عدم سداد المدينين أو

---

(1) "Sponsor the person who organizes and initiates an asset-backed securities by selling or transferring assets".
Securities and Exchange Commission, "Asset-backed securities"., final rule www.sec.gov/rules/final/33-8518.htm.

التأخير فى السداد ، كما ينبغى أن يقوم بتخصيص هامش احتياطى، وحسابات الهامش الإضافى كما سبق وبينا فى وسائل تحسين الائتمان الداخلية .

وهذه الآلية لها بعض الآثار السلبية المرتبطة بالطريقة السابقة وخاصة بالنسبة للشركة ذات الغرض الخاص وهى :

أ - عدم تمتع المصدر (SPV) بحق الانتفاع على الديون المشتراه من المنشئ Originator .

ب - عدم استطاعة المصدر Issuer (SPV) رفع دعوى لمطالبة المدين بالوفاء بقيمة الدين فى حالة عدم الوفاء أو التأخير فى الوفاء إلا من خلال المنشئ Originator أو المؤسسة المشاركة Participation فى ضوء العقد المبرم بين الآخرين .

جـ- تعرض المصدر Issuer (SPV) لمخاطر إفلاس المنشئ أو اتخاذ إجراءات قضائية ضده مما يؤدى إلى عدم المقدرة على استرداد قيمة الديون مباشرة وإنما عن طريق كتلة الدائنين بشكل عام [1].

إن نمو أسواق الأوراق المالية المضمونة بأصول مالية فى كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة يرجع إلى عدم تدخل السلطات المالية أو النقدية فى البلدين ، وبالرغم من ذلك تم وضع بعض القيود على هذه الآلية للحد من الآثار السلبية لهذه الآلية وذلك كما يلى :

**أ - مكتب مراقبة العملة : Office of the comptroller of the currency (OCC)**

قام مكتب مراقبة العملة بالولايات المتحدة الأمريكية بإصدار بعض القوائم التنظيمية فى حالة قيام البنوك بعمليات التوريق من خلال المشاركة الفرعية ، حيث

(1) Allen, M., "Asset Sales an analysis of risk for buyer and sellers", journal of international banking law, 1987.

ألقى على هذه البنوك المشاركة Participation التزامات عديدة منها الحصول على جميع المستندات المتعلقة بالأصول المالية من المحول ، وأيضاً الاحتفاظ بحق القيام بدور المنظم Organize للعملية ، والتأكد من جودة الأصول وأنها بمرتبة ممتازة ، وإلزام البنوك المنشئة بتزويد البنوك المشاركة بالمعلومات والتأمينات Insurances والضمانات Warranties التى تمكنهم من تنفيذ مسئوليتهم [١].

**ب – منظمة معايير المحاسبة المالية [٢] :**

**Financial Accounting Standards Board [FASB]**

مؤسسة معايير المحاسبة بالولايات المتحدة الأمريكية التى تم إنشائها فى عام ١٩٧٢ ، والتى تضع قواعد حكومية بشأن الممارسات المالية لمؤسسات القطاع الخاص ، أصدرت قواعد تفسيرية Emerging Issues task Force [EIIF] فى البند ٩٠-١٥ وهى :

١- الطرف المشارك Participation ينبغى أن يكون مساهماً فى الشركة ذات الغرض الخاص SPV بنسبة لا تقل عن ٥٠% .

٢- ويمتلك نسبة من الأصول لا تقل عن ٣% .

وإذا كان رأس مال الشركة ذات الغرض الخاص يمثل نسبة ٣% من الأصول المالية لمحفظة التوريق فإن الطرف المشارك يمتلك الشركة ذات الغرض الخاص بالكامل ، وبذلك فإن الطرف المشارك والمستقل عن المنشئ يتحمل المخاطرة والعائد الخاص باستثماره فى الشركة ذات الغرض الخاص .

والخلاصة أن آلية نقل الأصول من المنشئ إلى المصدر وفقاً لأسلوب المشاركة Participation أو الراعى Sponsor أو المانح (Grantor Trust) لا

---

(2) Comptroller of the currency administrator of national banks, "asset securitization", op., cit., p. 16.

(1) Development training 11 A us aid program implement by the institute of international education, op., cit., p. 3.

تتم مباشرة ولكنها من خلال وسيط ، والأخير هو الذى ينشئ الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بعملية التوريق ، وهذه الطريقة منتشرة فى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة لاتفاقها مع النظام القانوني فى البلدين .

وبعد أن استعرضنا لأهم طرق تحويل الأصول من المنشىء إلى الشركة ذات الغرض الخاص فإنه لنجاح عملية التحويل بحيث تكون الأصول بمنأى عن المنشىء لعدم التعرض لخطر افلاسة فإن هذه العملية تتطلب إجراءات معينة ، وهذا ما سنتناوله فى المبحث التالي .

## المبحث الثالث

## متطلبات نجاح عملية التوريق

**تمهيد :**

سبق أن بينا أن الفكرة الرئيسية فى عملية التوريق هى إنشاء ورقة مالية تستند على الأصول الضامنة للمحيل Underlying Collateral بحيث تتيح تلك الورقة لحاملها الرجوع على الأصول وليس على المحيل (المنشئ) ، وهذا يستلزم عزل الأصول الضامنة عن المنشئ وذلك بنقلها إلى المصدر (SPV) ، من خلال بيع حقيقى True Sale ، حتى تصير بمنأى عن التهديد بإفلاس المؤسسة المنشئة فى حالة إفلاس الأخيرة ، لذلك نتناول أبعاد خطر الإفلاس عن المصدر, ثم نتناول ضرورة إتمام عملية التوريق من خلال بيع حقيقى وتبسيط إجراءات التنفيذ على الأصول المالية ، وذلك على النحو التالي :

**المطلب الأول : إبعاد خطر الإفلاس عن المصدر** Bankruptcy- Remote Issuer

واحد من أهم أهداف عملية التوريق وهو ضرورة تأمين الأصول المالية وعزلها عن المنشىء ، بحيث يكون خارج عملية التوريق ، ويجب على المنشىء أن يؤمن المصدر, والأصول من خطر الإفلاس Bankruptcy- Remote [1]، لذلك يتم إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بغرض وحيد وهو القيام بعملية توريق الأصول المالية بإصدارها أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول ، وبالتالى فإن غرض هذه المنشأة محدد طبقاً للمتطلبات التى يجب توافرها حتى تحقق الشركة غرضها ، وتنتهى بعد تنفيذ غرضها .

عملية عزل الأصول من المؤسسة المنشئة (المحولة) Originator إلى المنشأة ذات الغرض الخاص سواء اتخذت شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم أو صندوق ، هى ضرورية للمستثمرين الذين يهمهم مساندة تلك الأصول للأوراق المالية التى اشتروها وإبعادها عن خطر الإفلاس .

---

(1) Deutsche bank, Global Securitization and Struction Finance, 2003, p52.

وبحيث لا يستطيع دائن المؤسسة المنشئة التى قامت بتحويل الأصول الرجوع على الأصول فى حالة وجود إفلاس ، أو احتمالات إفلاس أو اتخاذ إجراءات قضائية ضد المؤسسة المنشئة ، ومع ذلك يمكن الحكم بإفلاس المنشىء بالرغم من موقف القضاء من إبعاد الافلاس عن المصدر [١].

**نظرية الدمج Substantive Consolidation Issued Doctrine :**

اهتم النظام القانونى الأمريكى بحالة وجود علاقة بين المؤسسة المنشئة والمصدر ، وتتعامل المحاكم فى الولايات المتحدة الأمريكية مع المصدر SPV على أساس أنها منبثقة من المؤسسة المنشئة محولة الأصول ، وينظر القضاء على أن الأصول المحولة جزء من أصول المؤسسة المنشئة (المحولة) ، وفى هذه الحالة تكون المحكمة قد كشفت قناع المصدر ودمج الاثنين معاً ، وسلطة المحكمة بالدمج قد تكون فى قوانين الإفلاس الأمريكى U.S bankruptcy code أو فى سلطة المحكمة نفسها – وفقاً لنظام السوابق القضائية – .[٢] والمحاكم تقوم بتطبيق الدمج على سند من أن المصدر SPV ، التى هى منشأة قانونية منفصلة عن المؤسسة المنشئة ، هى فى حقيقتها يد ممتدة للأخيرة Arm of the Originator ، أى لا يوجد فرق بين المؤسسة المنشئة (المحولة) والمنشأة المصدرة SPV التى تم تحويل الأصول إليها ، والمستثمرين الذين قاموا بشراء الأوراق المالية المضمونة بالأصول يكونوا قد اعتمدوا على أصول خاصة بالمؤسسة المنشئة .

---

(1) Development training 11 A usaid program implement by the institute of international education, op., cit., p. 5.

(٢) المواد ٣٠١ ، ٣٠٣ ، والمادة ١٠١ / ٨ / ٨ / ٧٠ من قانون الإفلاس الفيدرالى ، والمتضمن تقييد قدرة المصدر على طلب الإفلاس الطوعى Voluntary Petition ، وتقليل الحالات التى يمكن لدائن المصدر إجباره على ذلك فى الإفلاس الملزم Involuntary Bankruptcy .

وقد طبقت المحاكم الأمريكية نظرية الدمج الموضوعى Substantive Consolidation Issuer Doctrine ، وتوجد حالة معروفة وهى bankruptcy America Corp.(1993) ، وحيث اقتنعت المحكمة بالدمج على أساس تشابه اسم الـــ SPV والمنشئ as common sounding name ، وأن المديرين يعملون فى ذات المؤسستين Common director's ، ومكاتب الشركتين مشتركة Common office.

وفى المحاكم الإنجليزية احتمالات تطبيق نظر الدمج الموضوعى نادرة ، ففى إحدى الحالات Kingston Square Associates 1997 ، فإن القضاء الإنجليزى لم يسير على نفس النهج ، حيث تم تأسيس إحدى الشركات ذات الغرض الخاص فى جزيرة Cayman ، وهذه الشركة كانت تابعة Subsidiary للمؤسسة المنشئة ، ووجود مديرين مشتركين ، ورأس مال المؤسسة ذات الغرض الخاص SPV صغير Thinly Capitalized ، وقد رفضت المحكمة أن تعتبر أن SPV واجهه facate وقد تمسك القاضى بجوهر القانون "Legal Substance" بعيداً عن الجوهر الاقتصادى "Economic Substance " الذى هو المرشد للمحاكم .

إن الدفع بوجود حالة الدمج الموضوعى تشكل قلقاً للمستثمرين الذين قاموا بالاكتتاب فى الأوراق المالية المصدرة بضمان الأصول المالية لذا فإنه يجب مراعاة ما يلى أثناء إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص [1]:

١ - اختلاف اسم المنشأة ذات الغرض الخاص عن المؤسسة المنشئة .

٢ - اختلاف عنوان SPV عن المؤسسة المنشئة .

٣ - عدم امتلاك المؤسسة المنشئة فى رأس مال الـــ SPV بنسبة كبيرة .

٤ - استقلال المديرين بالمنشأتين .

٥ - اختيار ألفاظ وعبارات واضحة تدل على أن الأصول المحولة تعد عملية بيع حقيقى وليس مجرد ضمان للأموال التى ستحصل عليها المؤسسة المنشئة .

---

(1) Cadwalader, wickerssham & Taft LLP, "Legal Considerations in Structuring asset-backed Securities in the US Market", Global Securitization and Structured Finance 2005. pp2-3."www. Cadwalader.com"

## المطلب الثاني : وضع معيار لاعتبار نقل الأصول بيعاً حقيقياً

زاد الاهتمام بفحص طبيعة نقل الأصول من المنشئ إلى المصدر ، وما إذا كان يشكل بيعاً حقيقياً ، وبالتالى ناقلاً لملكية الأصول للمصدر ، وتزال من دفاتره ، أما إذا لم يتم اعتبار عملية النقل بيعاً حقيقياً ، فإنها سوف تعالج على أنها مجرد تمويل مالى " قرض" (١).

وقد شغلت هذه القضية الفكر المحاسبى والقانونى ، لوضع معايير شتى لاعتبار عملية التحويل بيعاً حقيقياً ، وتتفق هذه المعايير بأنه يوجد بيع إذا كان المنشئ "الممول" قد قام بتحويل المخاطر والعائد Risk or Reward فى تلك الأصول للمصدر ، وإذا كانت الأصول قد تم تحويلها ولكن العائد والمخاطر مازالتا مرتبطة بالممول ، فإن العملية لا تعتبر بيعاً وإنما هى عملية تمويلية .

كان مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكى Financial Accounting Standards Board (FASB) التابع للاتحاد الامريكى للمحاسبة American Accounting Association (AAA) من أول المهتمين بالمحاسبة عن التوريق وإصدار المعاير رقم ١٤٠ (FASB, 140) عن تحويلات وخدمات الأصول المالية والتخلص من الالتزامات Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishment of Liabilities والذى يتناول فى طياته طريقة المحاسبة عن عمليات التوريق ، وذلك بديل للمعيار ١٢٥ (FASB, 125) ، وفى المملكة المتحدة أصدرت هيئة معايير المحاسبين Accounting Standards Board (ASB) التابعة لمجمع المحاسبين والمراجعين بإنجلترا وويلز المعيار البريطانى (FRS, 5) حول Reporting the substance of transaction

---

(١) اعتبار عملية نقل الأصول قرضاً " مالياً " للمؤسسة المنشئة ، وأن الأصول ضمان بقيمة القرض ، وأنه ليس بيعاً حقيقياً True Sale ، فإن المحاكم تعتبر عملية التوريق هذه مثل عقد صورى مما يترتب عليه بقاء الأصول فى ذمة المنشىء ومن ثم تتعرض لخطر الإفلاس

" Deutsche bank, Global, Securitization and Struction Finance, 2003 , p52"

التقرير عن جوهر المعاملات ، والموضوع الأساسى فى تلك المعايير هو هل يتيح التحويل بيعاً أم يجب أن تستمر الأصول فى دفاتر المنشئ ؟ ، وحددت هذه المعايير العوامل التى بناء عليها يتم تحويل السيطرة ، وهى[1]:

**أ - بيع حقيقى : True Sale**

يجب أن يتم عزل الأصول المحولة وتخرج من نطاق محولها ، فى حالتي الإفلاس أو التصفية ، وبالتالى يجب أن يتم التحويل بناء على عملية بيع قانونية مع مطلب إضافى من الناحية المحاسبية ، وهو عدم دمج الأصول الخاصة بالجهة المحول لها مع أصول المحول .

**ب - المحول له شركة ذات غرض خاص :**

**Qualifying Special Purpose Vehicle**

ويجب أن يستوفى الشروط الآتية :

١ - لا يمكن تصفيتها من محول الأصول أو طلب إفلاس منه ، ويجب أن يمتلك هذه الشركة أطراف بخلاف المحول .

٢ - القيام بأنشطة محدودة وينص عليها بالنظام الأساسى لها .

٣ - يمتلك الأصول الممولة وحقوق خدمة هذه الأصول .

٤ - يمكن بيع أصولها إذا حدثت ظروف خارج نطاق سيطرة المحول للأصول ، أو إذا وصلت القيمة العادلة للأصول المالية إلى حد معين مقارنة بالقيمة العادلة عندما حصلت عليها الشركة ذات الغرض الخاص ، أو انتهاء غرضها .

---

(1) -Marty Rosenblatt & Jim JoHnson," securitization, Accounting under FASB 140 : the stander Formerly Known a FASB 125 " 1st. edition, Jan 2001, Deloit & Touché LLP., pp 7-10.
- TimothyC. Leixner, Esq. "securitization of Finance Assets" Holland & Knight LLP, 2006, 2007 p2.

**جـ – حق المنشئ فى إعادة الشراء :**

شراء الانفصال النظيف Clean - up call يعتبر حق أو اختياراً Option يحتفظ به المنشئ وذلك لشراء الموجودات التى سبق تحويلها عندما تنخفض "الموجودات القائمة" (outstanding Assets) إلى المستوى الذى تصبح فيه تكلفة خدمتها عبئاً كبيراً .

ولابد أن يمثل حق الشراء النظيف نسبة صغيرة من المجموع الكلى للأصول فإذا تم التحويل مع حق الشراء ، فإن ذلك يعنى استمرار لعدم فقد الحق فى السيطرة على هذه الأصول ، وبالتالى فإن تحويل الأصول مع استمرار هذا الحق لا يعتبر بيعاً حقيقياً .

**د – حق الرجوع : Implicit Resource**

وينشأ حق الرجوع الضمني فى حالة عدم قدرة المنشئ فى تقديم تعزيز ائتمانى على الرغم أنه ليس ملزماً على ذلك تعاقدياً ، وهناك مؤشرات تشير على حق الرجوع منها :

١ – بيع الأصول المالية إلى المصدر (SPV) بخصم عن السعر المحدد فى وثائق التوريق والتى هى القيمة الاسمية Par value فى الغالب .

٢ – شراء الأصول من المصدر SPV بمبلغ يفوق القيمة الاسمية .

٣ – مبادلة الأصول ذات الأداء بالأصول عديمة الأداء فى المنشأ ذات الغرض الخاص SPV .

٤ – تمويل تعزيز الائتمان فيما يخرج عن الالتزامات التعاقدية .

وبالتالى فإن هذه المؤشرات يمكن أن تستند إليها المحاكم وتعتبر الصفقة بعيدة عن البيوع الحقيقية الناقلة لملكية الأصول .

والخلاصة أنه إذا كانت الشروط الخاصة بتحويل الأصول غير مستوفاة حتى يمكن اعتبارها عملية بيع حقيقية ، فإن المبالغ التى يتم توفيرها يجب اعتبارها التزامات، ونوع من الإقراض المضمون بدون أى مكسب أو خسارة ، وتستمر الأصول موجودة على الميزانية ، وفى هذه الحالة يتعرض حملة الأوراق المالية المصدرة لخطر إفلاس المنشئ .

وفى مصر فقد بدأ نشاط التوريق يأخذ الاهتمام السريع من الدولة ، حيث صدر القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقارى ، وذلك محاولة لحل مشكلة القروض العقارية عن طريق تحويلها إلى أوراق مالية (سندات) قابلة للتداول، وأيضاً صدر القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ فى ٢٠٠٤/٦/١٧ بشأن شركات التوريق ، وفى نفس العام صدرت اللائحة التنفيذية لهذا القانون بإنشاء شركات التوريق التى تزاول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول فى حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة ، وبالرغم من ذلك فإن القانون لم يتضمن موضوع المعالجة المحاسبية لعمليات التوريق ، وكذلك لم تقم الجهات المنوط بها وضع المعايير المحاسبية فى مصر باصدار معيار محاسبى يعالج المشاكل المحاسبية المتعلقة بتوريق الأصول المالية ، وأيضاً وضع قانون متطور للإفلاس حتى يكون درعاً واقياً Shielded لمواجهة دائني المؤسسة المنشئة، بحيث ينبغى أن تمنح المؤسسة المنشئة لتحقيق غرض التوريق كياناً لا يطوله إفلاس المؤسسة المنشئة مع الاهتمام بالصيغة واختيار العبارات والألفاظ الدقيقة فى عملية التوريق لبيان حقيقة العملية وقصد الأطراف المتعاقدة واعتبار نقل الأصول عملية بيع حقيقى وليست مجرد ضمان للأموال التى يحصل عليها المنشئ .

## المطلب الثالث : تبسيط إجراءات التنفيذ على الأصول الضامنة

إن نجاح عمليات التوريق تعتمد على وجود تبسيط فى إجراءات التنفيذ على الأصول الضامنة من خلال وضع إجراءات مدنية جديدة بشأن التنفيذ على الأصول الضامنة إذا كانت من العقارات وأيضاً جواز مسألة غلق الرهن ، وإجاز شرط الطريق الممهد كمحفز لعمليات التوريق وذلك على النحو التالى :

### أولاً – تبسيط إجراءات التنفيذ على الرهن العقارى :

إن وضع إجراءات مدنية جديدة لتنفيذ عمليات الرهن العقارى يشجع السير فى عمليات التوريق ، وأيضاً تبسيط إجراءات قيد الرهونات على هذه الملكية ، بحيث يسمح بنقل ملكية الأصول الضامنة إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV بإجراءات قيد أو تسجيل بسيطة ، حيث أن إجراءات قيد الرهونات العقارية فى القانون المدنى طويلة ومكلفة .

والمشرع المصرى فى قانون التمويل العقارى قد بسط إجراءات قيد الضمان العقارى حيث يكفى لقيد أو تسجيل الضمانات العقارية – عينية أو شخصية – تقديم طلب إلى مكتب الشهر العقارى الكائن فى دائرته العقار ، وأيضاً أجاز للممول (المحول) أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التحويل إلى أحد الجهات التى تباشر نشاط التوريق وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال [1].

وبالنسبة للتنفيذ على العقار المرهون فقد سمح قانون التمويل العقارى ببيع الممتلكات موضوع الرهن العقارى فى مزاد علنى للوفاء بقيمة الدين الخاص بالرهن من خلال وكيل عقارى تحت إشراف قاضى التنفيذ وبعد اتخاذ إجراءات لا تتجاوز

---

(١) المادتين ١٠ ، ١١ من قانون التمويل العقارى رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ .

ثلاثة أو أربعة شهور حيث تقرر المادتين ١٤ و١٥ من قانون التمويل العقارى إجراءات ميسرة للممول للحصول على سند تنفيذى من قاضى التنفيذ دون أن يلجأ لمحاكم الدرجة الأولى والدرجة الثانية ، ويؤشر بالسند التنفيذى فى مكتب الشهر العقارى وهذا يغنى عن تسجيل تنبيه نزع الملكية ، وإذا لم يقم المقترض بالوفاء خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إعلانه بالسند التنفيذى يصدر قاضى التنفيذ أمر تعيين وكيل عقارى لمباشرة بيع العقار بالمزاد العلنى تحت إشراف قاضى التنفيذ .

وبناء على ما تقدم ، فإن المشرع فى قانون التمويل العقارى بسط إجراءات تسجيل الملكية العقارية والتنفيذ على العقارات الضامنة ، وهذا ينطبق على الأصول المالية المحولة من قبل شركات التمويل العقارى أو الجهات الخاضعة لأحكام قانون التمويل العقارى فقط ، بينما عملية التوريق التى يقوم بها المنشئون من غير هذه الجهات ، فإن إجراءات التنفيذ على الأصول المالية الضامنة إذا كانت من العقارات ستكون مكلفة وتأخذ وقتاً طويل ، وأيضاً عرضة للتنفيذ المفاجئ عليها من قبل دائن المؤسسات المنشئة فى حالة إفلاس الأخيرة .

**ثانياً – مسألة غلق الرهن وشرط الطريق الممهد وأثرهما على عملية التوريق :**

لا يبدأ حق الدائن المرتهن فى التنفيذ على الشيء المرهون إلا عندما يحل أجل الدين ، وعند ذلك يكون بالخيار بين أن يحتفظ بالشيء المرهون محبوساً تحت يده ، وبين أن يقوم باتخاذ إجراءات التنفيذ على الشيء المرهون ، أما قبل أن يحل أجل الدين فيكون للدائن حق حبس الشيء دون التنفيذ .

والأصل فى القواعد العامة أنه إذا امتنع المدين عن الوفاء بالدين فى ميعاد الاستحقاق جاز للدائن التنفيذ على الشيء المرهون عن طريق القضاء .

فإذا كان الدين مضموناً برهن مال منقول ، فقد يسر المشرع المدني للدائن التنفيذ عليه من أجل استيفاء دينه فنصت الفقرة الأولى من المادة ١١٢١ من القانون المدنى على أنه « يجوز للدائن المرتهن إذا لم يستوفى حقه أن يطلب من القاضى الترخيص فى بيع الشيء المرهون بالمزاد العلنى أو بسعره فى البورصة أو السوق » .

ومع ذلك لم يكتف المشرع التجارى بهذا التيسير على الدائن المرتهن ولكنه كفل له السرعة فى الوصول إلى حقه بطريق التنفيذ على المال المرهون وفقاً للشروط الآتية [1]:

١ – تكليف المدين بالوفاء ، ولم يشترط أن يتم التكليف بورقة رسمية أو عرفية، ولذلك يكتفى التكليف ورقة عرقية .

٢ – إذا لم يقم المدين بالوفاء بعد حصول التكليف بالوفاء ومضي خمسة أيام من تاريخ التكليف ، وجب على الدائن أن يقدم عريضة إلى قاضى المحكمة التى يقع موطنه فى دائرتها للحصول على أمر ببيع الشيء المرهون كله أو بعضه .

٣ – لا يجوز التنفيذ إلا بعد انقضاء خمسة عشر يوماً من تاريخ تبليغ المدين أو الكفيل بالأمر الصادر من القاضى بالبيع .

٤ – يجرى التنفيذ فى الزمان والمكان الذى عينهما القاضى وإذا كان الشيء المرهون متداول فى سوق الأوراق المالية أمر القاضى ببيعه بمعرفة أحد السماسرة المرخص لهم بمزاولة النشاط .

وتنص المادة ١٢٩ من قانون التجارة على أنه «يكون باطلاً كل اتفاق يبرم وقت تقرير الرهن أو بعد تقريره يعطى الدائن المرتهن فى حالة عدم استيفاء الدين

---

(١) المادة ١٢٦ من القانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ .

عند حلول أجله الحق فى تملك الشيء المرهون أو فى بيعه دون مراعاة الإجراءات المنصوص عليها فى المادة ١٢٦» .

وهذا النص يقضى ببطلان نوعين من الشروط :

**١ - شرط عدم جواز غلق الرهن :**

ويقصد بهذا الشرط أنه عند حلول أجل الدين وعدم الوفاء به لا يكون للدائن المرتهن الحق فى تملك الشيء المرهون .

وبمقتضى هذه المادة لا يجوز الاتفاق بين الدائن المرتهن والراهن تملك الشيء المرهون فى حالة امتناع المدين الراهن عن الوفاء بالدين المضمون فى ميعاد الاستحقاق ، وهذا الشرط يكون باطلاً بطلاناً مطلقاً ، وترجع العلة للأسباب الآتية :

١ - الدائن المرتهن يكون فى مركز الطرف القوى مستغلاً حاجة المدين وضعف مركزه ، بحيث يقبله المدين دون تقدير لعواقبه ، معولاً على إمكانية السداد فى المستقبل [١].

٢ - المشرع يفترض أن المدين الراهن عندما يقبل هذا الشرط فإن إرادته تكون مشوبة بعيب الإكراه ، ذلك أنه ارتضى القبول تحت ضغط الحاجة [٢].

ونرى مع بعض الفقه [٣] أنه يجوز الاتفاق على تملك الدائن المرتهن للشيء

---

(١) أ.د. إبراهيم الدسوقى أبو الليل "الحقوق العينية التبعية (التأمينات العينية) الرهن الرسمى - الرهن الحيازي - حقوق الامتياز" ، الكويت ، ١٩٩٨ ، ص ١٥٣ .

(٢) أ.د. عبد الفتاح عبد الباقى ، "الوسيط فى التأمينات العينية" ، دار النشر للجامعات المصرية ، القاهرة ، ١٩٥٤ ، ص ١١١ .

(٣) د. / محي الدين اسماعيل علم الدين ، شرح قانون التمويل العقارى ولائحته التنفيذية ، القاهرة ، بدون دار نشر ، ص ١٩٧ ، ١٩٨ ، د./ على يونس ، العقود التجارية ، بدون سنة نشر ودار نشر ، ص ٨٢ .

المرهون وذلك بعد حلول آجل الدين وليس قبل ذلك ، باعتبار أنه بعد حلول آجل الدين تنتفى مظنة استغلال المدين هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى قد تكون هناك مصلحة للمدين فى تملك الدائن للشيء المرهون بعد حلول الآجل ، وعلى سبيل المثال إذا كان الشيء المرهون أوراق مالية متداولة بسوق الأوراق المالية فإن عنصر الوقت مهم بالنسبة لأسعار هذه الأوراق وفى حالة التراضى فى التنفيذ قد تهبط أسعار هذه الأوراق وبالتالى الإضرار بالمدين .

**٢ – شرط الطريق الممهد Clause Devoie Paree :**

ويقصد به السماح للدائن المرتهن ببيع الشيء المرهون دون أن يلجأ إلى القضاء ودون إتباع قواعد التنفيذ الجبرى .

وقد أبطل المشرع هذا الشرط باعتبار أن إجراءات التنفيذ على الشيء المرهون تمثل الحد الأدنى من الضمانات التى يلزم توافرها للمدين الراهن .

ويرى جانب من الفقه المصرى جواز شرط الطريق الممهد إذا ما تم الاتفاق عليه بعد حلول أجل الدين ، حيث تزول شبهة الاستغلال من جانب الدائن ، وذلك قياس على شرط تملك الشيء المرهون بعد حلول أجل الدين توفيراً للنفقات والجهد [١].

---

(١) أ.د. حسام الدين الأهوانى ، "التأمينات العينية فى القانون الكويتى" ، الجزء الأول ، مؤسسة دار الكتب ، الكويت ، ١٩٨٥ – ١٩٨٦ ، ص ٣٧٥ ، وكذلك عبد الفتاح عبد الباقى ، المرجع السابق ، ص ٢٧٥ ، أ.د. عبد الرازق السنهورى ، الوسيط فى شرح القانون المدنى ،الجزء العاشر ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٧٠ ، ص ٤١٥ ، د/ محي الدين علم الدين ، مرجع سابق ذكره ص ١٩٨ .

وقد يسر المشرع المصرى فى قانون التمويل العقارى إجراءات نقل الملكية والتنفيذ على العقارات المرهونة ، ووضع إجراءات جديدة لتنفيذ عمليات الرهن العقارى تحت إشراف قاضى التنفيذ ، على أن يقوم بذلك وصى Trustee وهو الوكيل العقارى ببيع الأشياء المرهونة تحت إشراف قاضى التنفيذ ، وذلك فى زمن لا يتعدى من ثلاثة إلى أربعة شهور (١) ، والتى كانت تتراوح مدته فى الأحوال العادية من سنتين إلى ثلاثة سنوات .

والأحكام الواردة فى قانون التمويل العقارى هى استثنائية ولا تنطبق على عمليات التوريق التى يقوم بها المنشئون من غير الجهات الخاضعة لأحكام قانون التمويل العقارى ، هذا فضلاً عن أن الفصل الثالث من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ولائحته التنفيذية بشأن شركات التوريق لم يتناول أحكام تُيسر إجراءات نقل الملكية ، والتنفيذ على الأصول المالية الضامنة للأوراق المالية المصدرة ، مما يتعين معه تطبيق الأحكام العامة فى القانون المدنى ، والقانون التجارى بحسب الأحوال عند التنفيذ على العقارات المرهونة فى حالة عدم سداد المدينين قيمة الدين عند استحقاقه .

والخلاصة أن تيسير إجراءات تسجيل ونقل ملكية الأصول المالية – فى العقارات – من المنشئ إلى المصدر SPV وأيضاً تبسيط إجراءات التنفيذ على هذه الأصول ، وأيضاً جواز الاتفاق على تملك المصدر هذه الأصول دون إتباع إجراءات طويلة ، ومكلفة دون الخضوع لإجراءات قانون المرافعات ، وبالتالى تحصل هذه الأصول على درجة تقييم مرتفعة من قبل مؤسسات التقييم Rating Agencies مما يشجع الاكتتاب فى الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك الأصول،

---

(١) الباب الرابع ، المواد من ١٧ وحتى ٢٦ من قانون التمويل .

وإقبال شركات التوريق على إصدار الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول مما يؤدى إلى زيادة نشاط سوق العقارات ، والمساهمة فى حل أزمة الاسكان حيث أن هذه الإجراءات الميسرة تشجع على شراء الديون أو الرهون العقارية ، وبالتالى سيولة سوق العقارات الأمر الذى ينعكس على اصدارات هذه الشركات .

# الفصل الثالث

# تجارب الدول فى تطبيق عمليات التوريق

نتناول فى هذا المبحث تجارب بعض الدول فى تطبيق عمليات التوريق ، ثم نتعرف على تجربة مصر فى عمليات التوريق ، ونقسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي :

المبحث الأول : تجربة فرنسا

المبحث الثانى : تجربة ماليزيا وكوريا

المبحث الثالث : نشاط التوريق فى الدول العربية

المبحث الرابع : نشاط التوريق فى مصر

## المبحث الأول

## تجربة فرنسا

استعان المشرع الفرنسى بفكرة الترست Trust كإطار للاستثمار فى الأصول المالية (الديون) ، بحيث يأخذ الكيان القانونى المختص لعملية التوريق SPV شكل صندوق ينشأ بمبادرة من مدير الاستثمار والأمين ، ومحل الترست هنا ليس القيم المنقولة وإنما الحقوق الآجلة أو الديون الناتجة عن عمليات الائتمان ، وفقاً لنظام الترست فإن ملكية محفظة الحقوق تثبت إنصافياً للأمين ، أما الملكية القانونية فيكتسبها المستثمرين فى الأوراق المالية المضمونة بتلك الحقوق .

وقد نظم المشرع الفرنسى عمليات التوريق فى القانون رقم ٢٧٥ الصادر فى ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ والمعدل للقانون رقم ١٢٠١-٨٨ الصادر فى ١٩٨٨/١٢/٢٣ وذلك على النحو التالى [١].

---

(١) منشور بالجريدة الرسمية برقم ٢٧٥ فى ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ ، ص ٦٧ .

**أولاً : تعريف صندوق استثمار الأصول المالية :**

عرفت المادة الأولى من القانون الصادر فى ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ صندوق الاستثمار فى الأصول المالية ، بأنه صندوق استثمار يكتسب الأصول المالية (المديونيات) ، ويصدر مقابلها أدوات مالية (سندات ، وأسهم) ، مضمونة بتلك الأصول وقابلة للتداول Fonds Communs de Creances .

وبالرغم من أن المشرع الفرنسى أخذ بفكرة الصناديق فى مجال عمليات التوريق ، إلا أنها تختلف عن صناديق الاستثمار فى القيم المنقولة Mutual Funds فى الآتى :

١ – تهدف صناديق الاستثمار فى القيم المنقولة إلى تجميع الأموال من المستثمرين ذوى الأموال الصغيرة ، واستثمارها فى الأوراق المالية من خلال شركات إدارة متخصصة ، بينما صناديق الاستثمار فى الديون أو الأصول المالية تهدف إلى توفير السيولة للمنشئين من خلال اكتسابها الحقوق المالية (المديونيات) وإصدار أوراق مالية بضمان هذه الحقوق فهى وسيط بين المنشئين والمستثمرين فى الأوراق المالية .

٢ – تتكون محفظة صناديق الاستثمار فى القيم المنقولة – غالباً – من الأوراق المالية (أسهم وسندات) ، بينما تتكون محفظة صناديق الاستثمار من الأصول المالية.

٣ – صناديق الاستثمار فى القيم المنقولة قد تأخذ شكل الصناديق المغلقة Closed-end Funds أو المفتوحة ، Open- end Funds ، بينما صناديق الاستثمار فى الأصول لا تعرف سوى الصناديق المغلقة .

٤ – صناديق الاستثمار فى القيم المنقولة تعتمد على قاعدة التنوع ، فى حين تعتمد صناديق الاستثمار فى الأصول المالية على درجة التصنيف الائتمانى للأصول .

ومع ذلك يوجد تشابه بين النوعين من الصناديق من حيث ملكية الصندوق ، ملكية مشتركة لحاملى الأوراق المالية المصدرة أو الوثائق المصدرة يعهد بإدارة وحفظ أموال الصندوقين لدى أمين الحفظ .

**ثانياً : عدم اكتساب صندوق استثمار الأصول المالية الشخصية الاعتبارية :**

يهدف المشرع الفرنسى إلى تفادى عيوب الشخصية الاعتبارية لصناديق الاستثمار فى الحقوق الآجلة ، حيث تؤدى إلى تعرض حاملى الأوراق المالية المصدرة من قبل صندوق الاستثمار لمشكلة الازدواج الضريبى ، حيث تخضع أرباح الصندوق للضرائب المفروضة على الأشخاص المعنوية ، كما يخضع المستثمرون فى الأوراق الصادرة عن الصندوق للضرائب على الأرباح واكتساب الشخصية المعنوية يجعل إجراءات التأسيس طويلة ومعقدة . وأخيراً فإن الأشخاص المعنوية تخضع لأحكام قانون الإفلاس مما يضر بحاملى الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق فى حالة إفلاس الأخير [1].

لذلك فقد نص المشرع الفرنسى فى الفقرة الثالثة من المادة ٣٤ من قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ بعدم اكتساب صناديق الاستثمار فى الحقوق الآجلة (الديون) الشخصية المعنوية .Le Fonds n'a la personnalitemorale .

---

(١) د/ هشام فضلى ، الأستثمار الجماعى فى الحقوق الاجلة : التوريق " Titrisation- Securitization" " ، دار الفكر الجماعى ، ٢٠٠٤ ، ص ٤٧-٤٨ .

**ثالثاً : مركز حاملى الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق :**

قرر المشرع فى المادة ٣٤ بأن ملكية صندوق الاستثمار فى الأصول هى ملكية مشتركة تكتسب الحقوق وتصدر حصص تمثل تلك الحقوق .

Le Fonds commun de creances est une copropriete qui pour object eclusif d'acquerir des creances doces creances.

والملكية المشتركة لحاملى الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق تعنى أن ملكية الصندوق واحدة لكل الشركاء مجتمعين، دون أن ينفرد أى شريك بملكية خاصة شائعة فى هذا المال ، ويقتصر حقهم على اقتضاء عائد استغلال المال أثناء حياة الصندوق ، وفى حالة التصفية يتم اقتسام ناتج التصفية ، وليس لهم علاقة بالإدارة .

والملكية المشتركة نابعة من فكرة الترست ، حيث يستعان بالترست كإطار قانونى لعمليات الاستثمار الجماعى سواء فى القيم المنقولة أو الحقوق الآجلة ، فالأمين يستخدم مدخرات المستثمرين فى شراء الحقوق الآجلة ويضطلع بإدارتها وتوزيع الأرباح والخسائر بينهم ، وتثبت الملكية الإنصافية للمستثمرين ويكتسب الأمين الملكية القانونية (١).

**رابعاً : تأسيس الصندوق المختص بعملية التوريق فى فرنسا :**

وفقاً للمادة ٣٧ من قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ فإن التأسيس يتم من خلال مدير الاستثمار La societe Charge de la gestion وأمين الاستثمار La personne morale depositataire des actifs ، وتقترن عملية التأسيس بوضع لائحة النظام الأساسى ، والقانون الصادر فى ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ أشار إلى البيانات الواجب توافرها فى اللائحة مثل طبيعة الحقوق المالية الآجلة ، والمميزات الخاصة بها ، واسترداد الأوراق المالية الصادرة عن الصندوق ، وطرق ومميزات إصدار الأوراق

---

(١) أ.د. حسن المصرى ، فكرة الترست ، المرجع السابق ، ص ٢٣٨ .

المالية ، ووسائل التغطية ضد مخاطر العجز عن الوفاء ، وأساليب تحصيل الحقوق ، ومن يقوم بالتحصيل ، وآجال دفع الحقوق المالية لحاملى الصكوك وإصدرها ، ويقتصر غرض الصندوق على اكتساب الأصول وإصدار الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول ، ويجوز له الاقتراض فى حالة احتياج وقتي للسيولة وفقاً للاحتياجات المرتبطة بغرضه.

**أ – مدير الاستثمار :**

تقضى المادة ٤٠ من قانون ٢٣ ديسمبر ٨٨ بوجوب أن يأخذ مدير الاستثمار فى الحقوق الآجلة شكل الشركة التجارية ، ولا يباشر نشاطه إلا بعد الحصول على ترخيص ، ولا يقل رأس ماله عن ١,٥ مليون فرنك فرنسى مدفوع بالكامل ، ولضمان حيادية مدير الاستثمار لا تجيز لائحة لجنة عمليات البورصة للمؤسسة المنشئة التى تحيل حقوقها على الصندوق أن تساهم بنسبة تزيد عن ٣٠% من رأس مال الشركة التى تدير هذا الصندوق .

وتختص شركة الإدارة بإدارة الصندوق من حيث استثمار فائض أموال الصندوق فى شراء وبيع أذون الخزانة ، ومراقبة عمليات التحصيل ، والوفاء بالالتزامات المستحقة للمستثمرين فى الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق ، وتمثيل الصندوق أمام الغير ، وتعيين مراقب الحسابات لمدة ستة شهور ، ويتم عمل جرد كل ستة شهور تحت رقابة الأمين [1].

**ب – أمين الاستثمار :**

---

(2) Article 3du reglement n°94-01 de la cob, homologue par l'arrete du 9 mars 1994, jo du 25 mars 1994.

يشترط المشرع الفرنسى فى الأمين أن يكون له شخصية معنوية وفقاً للمادة ٣٧ من قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ ، وحاصل على ترخيص من قبل وزارة الاقتصاد بممارسة نشاط أمين الاستثمار ، وأن يكون مركز إدارة الشرطة فى فرنسا ، ويختص بالرقابة على أعمال وتصرفات مدير الاستثمار (م ٣/٤٠) .

ويختص الأمين بمسئوليته عن المحافظة على مستندات المديونية الخاصة بمحفظة الحقوق المحالة إلى الصندوق (المادة ٣ من قانون ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤) ، وحفظ المتحصلات النقدية فى حساب لدى الأمين والتى تدار من خلال مدير الاستثمار تحت رقابة الأمين .

ويعاقب مدير الاستثمار بالحبس من ستة شهور إلى سنتين وبغرامة من ١٠٠٠٠٠ فرنك إلى ٥٠٠٠٠٠ فرنك فى حالة مزاولة نشاط إدارة صناديق الاستثمار فى الحقوق الآجلة دون الحصول على ترخيص هيئة الأوراق المالية ، وكذلك يسرى نفس العقاب على المديرين أو العاملين لدى الأمين إذا اشتركوا فى تكوين صندوق استثمار فى الحقوق الآجلة مع مدير استثمار غير مرخص له من قبل هيئة الأوراق المالية [1].

**خامساً : انقضاء صندوق الاستثمار فى الحقوق الآجلة :**

ينقضى صندوق الاستثمار بانتهاء الغرض منه ، وقد نصت المادة ٤١ من قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ على انتهاء الصندوق خلال الستة شهور التالية لانقضاء الحق الأخير فى محفظة الأصول التى يحوزها ، وكذلك ينقضي وجوبياً وفقاً للمادة ١٦ من قانون ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ فى الحالات الآتية :

١ - أن تصل قيمة محفظة الأصول التى لم يحل أجل استحقاقها للصندوق إلى أقل من ١٠% من أقصى قيمة بلغتها المحفظة منذ بداية تكوين الصندوق .

٢ - أن تتركز الأوراق المالية المصدرة فى يد محيل الحق وأن يكون طلب

---

(1) L. 23 dec. 1988, articl. E39.

الانقضاء صادراً منه .

٣ - إذا طرأت ظروف من شأنها أن تؤثر على حجم الضمانات المقدمه للمستثمرين .

٤ - عندما تكون المستحقات الناتجة عن الأصول لا تتجاوز ٣٠% .

ويباشر مدير الاستثمار سلطة إصدار قرار الانقضاء تحت رقابة الأمين وفقاً للشروط المنصوص عليها فى المادة ١٦ ولائحة النظام الأساسى .

أجاز المشرع لجميع المؤسسات والشركات التجارية أن تحيل حقوقها على مدينيها إلى صناديق الاستثمار فى الحقوق الآجلة (١).

وتشترط المادة السادسة والعشرين أن لا تزيد ملكية الشخص المحول عن نسبة ٢٠% من رأس مال الصندوق وفقاً للفقرة الثانية من المادة ٦ من قانون ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ ويرغب المشرع فى حماية المستثمرين فى الأوراق المالية من التأثير على الصندوق .

**سادساً : حوالة الحقوق :**

أتاح المشرع حوالة محفظة الحقوق بشرط أن تُدر تدفقات نقدية Cash Flow، وفى بداية تطبيق عمليات التوريق أضفى على الصندوق صفة الجمود والثبات حيث كان يشترط عدم تملك الصندوق أصول مالية جديدة ، وتم إلغاء هذا الشرط فأصبح متاحاً للصناديق شراء أصول مالية جديدة ، وإصدار أوراق مالية مقابلها ، ويشترط المشرع الحصول على شهادة من إحدى مؤسسات التقويم المعتمدة يتضمن درجة التقويم والمخاطر المرتبطة بها (٢).

---

(1) L. 23 dec. 1988, articl.E 34, al. 1 er, mod. parl. no 98-546 2 juill.

(2) L. 23 dec. 1988, articl. E35.

## المبحث الثانى

## تجربة شيلى وماليزيا ، كوريا

### المطلب الأول : شيلى [1]:

فى عام ١٩٩٤ قامت الحكومة فى شيلى بإصدار قانون للأوراق المالية متضمناً قسم خاص بعملية التوريق ، وقد سمح القانون بتكوين شركات ذات طبيعة خاصة SPV ، ويتم تكوينها طبقاً للقوانين التى تخضع لها الشركات العامة ، وفى ذات الوقت تخضع لإشراف هيئة الرقابة على التأمين وأسواق المال .

وتقضى المادة ١٣٥ من القانون بأن هذه الشركات (التوريق) لها غرض وحيد وهو شراء المديونيات من المنشئين وإصدار مقابل هذه المديونيات سندات طويلة أو قصيرة الأجل مضمونة بتلك المديونيات .

كما حدد القانون أنواع الأصول التى يمكن لشركات التوريق شرائها وإصدار سندات بضمانها وهى أوراق الرهن العقارى والاعتمادات المستندية ، ونص القانون على ضرورة قيام مؤسستين من مؤسسات التصنيف الائتمانى بتحديد درجة التقويم قبل إصدار السندات حماية للمستثمرين ، وتضمن القانون بعض المتطلبات لضمان عدم تعرض عملية التوريق لخطر إفلاس المنشئ أو المصدر .

وقامت الحكومة بإنشاء نظام تأجير العقارات من أجل مساعدة الأسر ذات الدخل المحدود فى العثور على سكن ، وأبدت بعض البنوك اهتمامها بشراء أوراق الرهن العقارى الخاصة بهذا المشروع وتوريقها ، ويقدر حجم أصول المشروع بحوالي ٦٠٠ مليون دولار .

---

(١) أ/ عزة شلباية " نشاط التوريق وأهميته للأقتصاد المصرى " جمعية شباب المصرفين ، مؤتمر عن " مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية فى مصر " ، القاهرة ، سيمراميس ١٢-١٣ أكتوبر ٢٠٠٣ ، ص ٣٩ ، ٤٠ .

وفى عام ٢٠٠٣ قامت مؤسسة التمويل الدولية بالموافقة لأول مرة على ضمان جزئى لإصدار سندات تبلغ قيمتها ٢٢ مليون دولار لمدة ٨ سنوات لتحسين الجدارة الائتمانية للإصدار الذى تقوم به جامعة "Universidad Diego Portales" ، وهو أول إصدار لتوريق تدفقات نقدية مستقبلية فى شيلى ، وأول جامعة تقوم بهذا النوع من التوريق ، بغرض توفير سيولة للمؤسسات التعليمية وتنمية أسواق المال .

وتم الاعتماد على تكاليف العملية التعليمية من رسوم ، ومقابل خدمات تقدمها الجامعة ، والتى من المنتظر الحصول عليها كأصل ضامن للإصدار ، وقد تم تقييم الإصدار من قبل وكالتى موديز و S&P للتصنيف الائتمانى برجة (AA-) ، وتم تغطيته من قبل المؤسسات مثل صناديق المعاشات ، وشركات التأمين وغيرها .

ولأغراض إبعاد خطر إفلاس المنشىء والمصدر Bankruptcy- Remote يجب أن يكون غرض المصدر وحيد وهو اصدار الأوراق المالية ، يلتزم SPV بإبرام عقد مع طرف ثالث Third- Party لتقديم جميع خدمات المتعلقة بعملية التوريق بما فيها الأصول ، ولا يسمح أن يكون المديرين فى SPV مرتبطين بـــ الطرف الثالث ، كما يجوز أن يأخذ SPV شكل الصندوق Trust بشرط أن يكون له مدير .

## المطلب الثانى : تجربة ماليزيا [1]:

يرجع أصل التوريق فى ماليزيا إلى عام ١٩٨٦ عندما قامت الحكومة الماليزية بإنشاء كيان للتمويل العقارى سمّى شركة الرهن القومية National Mortgage Corp (Cagmas Bhd) ، على غرار شركة فانى ماي وفريدي ماك بالولايات المتحدة الأمريكية ، وتؤدى دور الوسيط ما بين مقترضى الرهن العقارى

(1) Suruhanjaya Cekuriti, securities Commission, Guide lines on the Offering of Asset- Backed Debt securities, 11 April, 2001.

ومستثمرى الآجال الطويلة ، وتعتبر تلك الشركة أهم مصدر للأوراق المالية المضمونة بأصول فى ماليزيا . وقد أطلق على الأوراق المالية الصادرة من قبل شركة الرهن القومية اسم سندات Cagmas فى السوق الماليزى .

بالإضافة إلى السندات المصدرة من قبل cagmas فإن سوق توريق الأصول الأخرى لم يكن قوى جداً فى ماليزيا حتى الآن ، وقد قدر حجم سوق التوريق فى ماليزيا عام ١٩٩٦ بقيمة ٤٥,٥ مليار .

وقامت هيئة سوق المال بماليزيا فى العاشر من إبريل ٢٠٠١ بوضع القواعد الخاصة بتوريق الأصول ، على أن يكون إتباع تلك القواعد إجبارياً على جميع الشركات العاملة بهذا المجال ، وتسمح تلك القواعد للشركات العاملة فى ماليزيا فقط بإصدار أوراق مالية مضمونة بالأصول سواء كانت شركات عامة أو خاصة . أن تقوم بنقل كل الحقوق والواجبات فى الأصول إلى المنشأة ذات الغرض الخاص ولا تحتفظ بأى حق انتفاع فى هذه الأصول من خلال البيع الحقيقى True Sale ويلتزم بشراء نسبة ١٠% من الأوراق المالية المصدرة من (SPV) .

هذا وقد تم فى السوق الماليزى حتى يناير ٢٠٠٢ ثلاث صفقات فقط لأوراق مالية مضمونة بأصول بلغت قيمتها ١,٢٣ مليار . وكانت هذه الإصدارات الثلاثة للمؤسسات المالية هى : البنك التجارى الماليزى العربى – ومؤسسة المصرفيين التجارية الدولية ، ووكالة Danaharta لإدارة الديون المعدومة .

## المطلب الثالث : تجربة كوريا [1] :

قبيل الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧ ، كانت هناك بعض المناقشات فى كوريا عن التوريق ولكن النشاط الفعلى قد بدأ ينمو فى السوق أثناء ١٩٩٩ ، حيث كانت إحدى صفقات التوريق فى ديسمبر ١٩٩٨ بواسطة بنك إكسيم الكورى . وقد اشترك البنك فى تمويل العمليات الخارجية للشركات الكورية ، ولديه سندات قبض فى العملات الأجنبية ، حيث قام البنك بتمويل ما قيمته ٢٦٥ مليون دولار أمريكى من تلك السندات وقد تم تصنيفها (AAA) ، لذا فقد قامت الحكومة بمبادرة هامة وهى إنشاء كيان للتمويل العقارى تسمّى شركة الرهن الكورية Korea Mortgage Corp (KOMOCO) على غرار شركة فانى ماى بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وبعض البنوك المحلية ، ومن المتوقع أن تصدر الشركة أوراق مالية مضمونة بقروض عقارية مصدرة بواسطة صندوق الإسكان القومى .

هذا وقد كان أحد الأسباب الرئيسة لنشاط التوريق المنخفض فى كوريا هو عدم وجود اللوائح والقوانين التى تنظم هذا النشاط ، مما جعل الحكومة الكورية تصدر عام ١٩٩٨ ، قانون خاص بالأوراق المالية المضمونة بأصول الذى يحكم نشاط التوريق .

وينظم هذا القانون عمل المنشآت ذات الغرض الخاص ، حيث تنشأ كشركات ذات مسئولية محدودة ، تكون وظيفتها إدارة الأصول التى يتم توريقها ، وتصدر تلك المنشآت أوراق مالية تكون على شكل سندات أو سندات استثمار أو شهادات ودائع ...الخ ، وتقوم لجنة الإشراف المالية الكورية بمراقبة نشاط التوريق بالشركات الكورية ، حيث تحتفظ بسلطة رفض تسجيل التوريق أو طلب التعديلات .

---

(١) موقع البورصة المصرية ، نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول ص ١٨ /http://www.egyptse.com

- Securitization Law in Korea, " Mortgage-backed Securitization Company act, vinod Kothari,website.

وقد كان لهذا القانون أثر جيد على السوق الكورى حيث قام (ABN Amro Bank) فى أكتوبر ٢٠٠١ ، بتنفيذ صفقة خاصة ببنك هانفيت (Hanvit Bank) حيث قام بتوريق بعض القروض الممنوحة بالبنك إلى عملائه وقد بلغت قيمة تلك القروض ٢١٦ مليون دولار أمريكى . هذا وبخلاف الاتفاقيات السابقة ، لم يكن هناك ضمان طرف ثالث لمسادة الأوراق المصدرة ، وقد تم إصدار ثلاثة شرائح بتصنيف (AA) . وكان المستثمرون الرئيسيون صناديق معاشات وشركات استثمار وشركات تأمين على الحياة .

وقد تبع تلك الصفقة اتفاقية أخرى قام بتنفيذها بنك مورجان ستانلى (Morgan Stanly Bank) شملت توريق مجموعة من القروض التى قام بشرائها من شركة الرهن الكورية ، والتى اعتبرت أول صفقة توريق لقروض تجارية غير منتجة وقد تم تصنيفها (AAA) . هذا وقد بلغ حجم نشاط التوريق فى السوق الكورى طبقاً لمؤسسة ستاندرد أند بورز فى عام ٢٠٠١ ، بقيمة ١,٧٦ مليار دولار أمريكى .

## المبحث الثالث

## نشاط التوريق فى الدول العربية

بدأ اتحاد المصارف العربية بإدخال مفهوم التوريق إلى السوق المصرفية العربية منذ العام ١٩٩٥ ، بعدما ازداد شيوع استخدام هذه الأداة المالية الحديثة فى الأسواق العالمية من قبل المصارف العالمية ، والتى وجدت فيها ملاذاً مالياً هاماً لزيادة سيولتها وتقليل مخاطر محافظها المالية .

وبدأت فكرة التوريق تكتسب أهمية متنامية فى الأسواق العربية ، حيث بدأت الحكومات ورجال البنوك المركزية والمصارف العربية يدرسون ، بكل جدية ، آليات تطبيق هذه الأداة فى الأسواق المحلية ، حيث يعتقد الخبراء إن التوريق قد أصبح محركاً هاماً وأساسياً لعملية الإصلاح فى النظام المالى للدول ، وأيضاً ثورة مطلوبة فى صناعة الخدمات المالية والمصرفية ، بما لها من أبعاد مصرفية واقتصادية واستراتيجية .

هذا ويمثل التوريق أداة لوقف الركود فى قطاع العقارات ، وتوفير تمويل طويل الأجل وبتكلفة أقل لقطاع الأسر ، وتحريك النشاط والانتعاش فى سوق رأس المال الذى يعانى من ركود ، وإنشاء مؤسسات مالية متخصصة جديدة تفعل سوق المال ، وتعبئة استثمارات شركات الاستثمار المؤسسى وتوجيهها نحو عملية التنمية.

ثم إن التوريق يتيح للحكومات تمويل مشاريع البنية التحتية بشكل أفضل ، وأيضاً استقطاب مصادر رأس المال من الأسواق الدولية بتكلفة أقل ، ونوجز تجربة كل من لبنان والسودان والأردن على النحو التالي :

## المطلب الأول : تجربة لبنـان :

فى عام ٢٠٠٢ تم تقديم مشروع المرسوم رقم ٧٣٦٩ [١] بشأن تسنيد الموجودات ، وأناط القانون بمصرف لبنان (البنك المركزى اللبنانى) بتنظيم ومراقبة عمليات التسنيد وأهم أحكامه ما يلي :

### أ – صناديق الأستثمار المشتركة :

وقد نصت المادة (٣) من المرسوم على تأسيس صناديق مشتركة للاستثمار فى الموجودات ، وهى منشآت لها ذمة مالية مستقلة ، ولا تتمتع بالشخصية المعنوية وتكتسب الأصول المالية (المديونيات) من المؤسسات المنشئة ، وتقوم بإصدار سندات بضمان تلك الأصول قابلة للتداول .

### ب – المستثمرون فى السندات :

ملكية حاملي السندات هى ملكية مشتركة فى رأس مال الصندوق ، ويحق لحاملى السندات تشكيل هيئة مهمتها حماية مصالح أعضائها ، وهى تشبه جماعة حملة السندات فى قانون سوق المال المصرى وذلك بموجب المادة ٧ من المرسوم .

### جـ – مديـــر الصندوق :

ويتم إدارة الصندوق من قبل إحدى الشركات المتخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار فى القيم المنقولة ، أو من قبل المصارف التى بها قسم خاص بإدارة الاستثمار الجماعى للقيم المنقولة ، وأوجبت المادة ٨ من المرسوم بإيداع الموجودات لدى أمين موافقاً عليه من قبل مصرف لبنان .

---

(١) المشروع منشور فى موسوعة التوريق (٢) ، الصادرة عن إتحاد المصارف العربية ، ٢٠٠٢ ، بيروت ص ١٠٥ ، ١١٧ .

**د – نقل الأصول من المنشىء إلى الصندوق :**

ويتم نقل ملكية الدين بصورة نهائية من المنشئ لحساب الصندوق ، ولا تظهر هذه المديونيات بميزانية المنشئ ، ويمكن أن يكون انتقال الملكية مع حق الرجوع كلياً أو جزئياً على المنشئ .

**هـ – الموقف الضريبى :**

أعفى المرسوم فى مادته رقم (٤١) جميع المعاملات المتصلة بالصندوق سواء فى مرحلة الإنشاء أو إصدار السندات المضمونة بالأصول أو عند تصفية الصندوق من جميع الضرائب ، والأرباح المحققة عند التصفية من ضريبة الدخل .

ويرى بعض الفقه [١] فى أن إقرار مشروع تسنيد الموجودات – التوريق – سيدر منافع عديدة على الاقتصاد اللبنانى خصوصاً القطاع المالى ، وقطاع الاسكان، ويطلق سوقاً جديدة هى سوق الرهونات ( Mortgage Market) مما يؤدى إلى زيادة نسبة السيولة فى هذه الأسواق ، وتنظيم هذه العمليات سوف يشجع الشركات على القيام بها ، مما يتيح لها أن تصبح مركز اقليمياً لسوق التسنيد .

ويتضح مما تقدم أن هذا المرسوم قد سار على نهج المشرع الفرنسى سواء فى شكل الكيان المختص بعملية التوريق وهو صندوق مشترك ليس له الشخصية المعنوية ، أو فى إدارته من خلال شركات متخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار فى القيم المنقولة ، وإيداع سند المديونية لدى أمين الاستثمار ، وهذا المرسوم سوف يسرع من نشاط التوريق فى لبنان .

---

(١) د/ ناصر السعيد ، د/ نصرى دياب ، " تسنيد الموجودات سوق وفرص جديدة فى لبنان " ، مجلة الجيش العدد ٢٠٩ .

## المطلب الثانى – تجربة جمهورية السودان :

تمكن البنك المركزى السودانى منذ عام ١٩٩٨ من إصدار شهادة مشاركة البنك المركزى (شمم) ، وشهادة المشاركة الحكومية (شهامة) ، مستحدثاً بذلك أدوات مالية ترتكز على أسس الشريعة الإسلامية ، حيث تعتمد هذه الأوراق على صيغ المشاركة ، وأنشئت هذه الأوراق بموجب تسييل (توريق) بعض الأصول المملوكة لبنك السودان ، أو للحكومة ، لتصبح أوراق مالية (شهادات) قابلة للتداول فى أسواق المال ، وهذه الأوراق أو الشهادات هى :

### ١ – شهادة مشاركة البنك المركزى ( شمم) :

عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة فى صندوق خاص يحتوى على الأصول المملوكة لبنك السودان ، ووزارة المالية ، وهو نوع من توريق الأصول ، وتم إصدار هذه الشهادة فى عام ١٩٩٨ بموجب إنشاء صندوق مالى يتكون من أنصبة بنك السودان والحكومة فى القطاع المصرفى ، ويقسم رأس مال هذا الصندوق إلى أوراق مالية (شهادات) تتمتع بالخصائص الآتية :

أ – لها قيمة اسمية مثبتة فى الشهادات .

ب – لها قيمة محاسبية تعبر عن القيمة الاسمية للشهادة Face value ونصيبها الفعلى فى الأرباح المحققة والزيادة فى القيمة الرأسمالية لها .

جـ – لها قيمة سوقية Fair Market Value تتحدد تفاوضياً بين البائع والمشترى .

د – لها فترة سريان وقابلة للتداول .

هـ – تتمتع بقدر عالى من السيولة ، وتتم عمليات البيع والشراء بين بنك السودان والبنوك التجارية فى مزادات ، ويحق لحامل الشهادة أن يبيعها لبنك السودان أو لغيره خارج المزاد .

وهذه الشهادة تقوم على صيغ المشاركة ، فالصندوق الذى ينشأ يعبر عن رأس مال المشاركة ، والشهادات تمثل حصة كل شريك فى هذه المشاركة ،

ويستخدم بنك السودان هذه الشهادات فى إدارة السيولة وتحقيق أهداف السياسة النقدية ، فيدخل مشترياً عندما تكون السياسة توسعية ، وبائعاً عندما يرغب فى تخفيض السيولة (انكماشية) [١].

**٢ – شهادة مشاركة الحكومة (شهامة) :**

صدرت فى عام ١٩٩٩ ، وهى ترتكز على تجميع بعض ، أو كل حصص الحكومة فى عدد من المؤسسات ، والشركات ، والهيئات ، بحيث تكون هذه الحصص رأس مال الصندوق ، وتحقق هذه الفكرة هدفين هما تمويل الإنفاق الحكومى بتسييل بعض الأصول الجامدة ، عن طريق هذا الصندوق ، حيث يتم بيع هذه الشهادة للجمهور وفقاً للقيمة الاسمية لكل شهادة ، ويصبح مشترى الشهادة شريكاً فى الأصول الحكومية ، وتحصل الحكومة على قيمة هذه الشهادات لتمويل عجزها فى الإيرادات ، كما استهدفت هذه الشهادة إيجاد أداة مالية تمكن بنك السودان من إدارة السيولة فى الاقتصاد ، هذا فضلاً عن أنها تمثل وسيلة لتجميع المدخرات من المواطنين ، وتتمتع هذه الشهادة بالخصائص الآتية [٢]:

أ – لها فترة سريان محددة (٦ أشهر أو عام) .

ب – لها أرباح تتكون من الأرباح الرأسمالية التى تمثل التغير فى قيمة الأصول .

جـ– تسجل باسم حاملها ويصبح شريكاً بقيمة شهادته فى حصص الصندوق .

د – قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية .

هـ– مضمونة من قبل وزارة المالية بسداد قيمتها عند انتهاء أجلها .

وتم إنشاء شركة السودان للخدمات المالية شراكة بين بنك السودان ووزارة

---

(١) دكتور / محمد جميل الشبشيرى ، " تطبيقات وتجارب عملية للمؤشرات البديلة عن معدل الفائدة "، الرياض ، ٢ مايو ٢٠٠٧ .

(٢) لائحة شهادات المشاركة الحكومية لسنة ١٩٩٩ (شهامة) .

htt://www.sfs-sd.com.hlaw.htm.
htt://www.Khartoumstock.com.

المالية لإدارة عملية إصدار هاتين الشهادتين وهذه الشركة تكون قريبة الشبه بالشركة ذات الغرض الخاص SPV فى أسواق المال المتقدمة ، وفى عام ٢٠٠٣ بلغت مبيعات شهادة شمم ٢٢٦,٨٣ مليون دينار بزيادة قدرها ٩٥% عن العام السابق – ٨٢٣٤ مليون دينار – وزادت مبيعات شهادة شهامة خلال عام ٢٠٠٣ نسبة ٢٢٩% عن عام ٢٠٠٢ (١).

## المطلب الثالث - السوق الأردنى للرهن العقارى :

فى عام ١٩٨٣ تم إنشاء صندوق عقارى يهدف إلى ضخ السيولة للمؤسسات العقارية ، واجتذاب الأموال إلى قطاع الإسكان عن طريق طرح سندات قابلة للتداول تكون مضمونة بالرهونات العقارية ، تم ضخ حصيلة هذه السندات ، للمؤسسات العقارية عن طريق تمويل عقود الرهونات العقارية الخاصة بها (٢).

ويهدف الصندوق أن يكون نواة لسوق ثانوى للرهونات العقارية وتطوير أسواق المال عن طريق إدخال السندات المضمونة بأصول كأداة مالية مستحدثة ، ويحقق غرضين أساسين يتمثلان فى :

١- تمكين البنك المركزى من إدارة السيولة فى الاقتصاد بما يشبه عمليات السوق المفتوحة .

٢- تمكين المصارف التجارية من أداه مالية شبه سائلة تعينهم على أستثمار السيولة أستثماراً قصير الأجل يمكن تسييله عند الحاجة وهى أداه مالية مبنيه على أصول حقيقية .

وبعد أن عرضنا لتجارب الدول العربية ، نبين تجربة مصر فى مجال التوريق فى المبحث التالى .

---

(١) المصدر : وزارة المالية والاقتصاد الوطنى بجمهورية السودان ، إدارة الصكوك الحكومية ، ٢٠٠٢ – ٢٠٠٥ .

(٢) أ. أحمد عبد الفتاح ، تسنيد الرهونات العقارية ، موسوعة التوريق ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٨ .

## المبحث الرابع

## نشاط التوريق فى مصر

ظهرت الحاجة للتوريق فى مصر من أجل تفعيل قانون التمويل العقارى لمواجهة مشاكل الركود فى قطاع العقارات (وجود فائض عرض فى قطاع الإسكان ) ، وأزمة السيولة فى القطاع المصرفى ، وعدم قدرة محدودى الدخل على امتلاك وحدات سكانية بطريق الدفعة الواحدة ، هذا فضلاً عن الاستفادة من نظام التوريق فى السوق المالية المصرية ، والسماح بتوريق الديون المستقبلية غير العقارية ، مثل الحقوق الناتجة عن قروض شراء وتأجير السيارات ، وبطاقات الائتمان ، وعقود النفط ...الخ .

وفى هذا الصدد نتناول القوانين المنظمة لعملية التوريق والجهات الرقابية ، والأطراف الرئيسية لعملية التوريق ، والحالات العملية فى السوق المصرى وذلك على النحو التالى :

### المطلب الأول : القوانين المنظمة لعملية التوريق

لأهمية وجود نظام تمويل عقارى فعَّال فقد صدر القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقارى ، وذلك لتنشيط عملية التنمية العقارية ، والمساهمة فى إزالة مشكلة الإسكان ، وبالرغم من ذلك فإن هذا القانون لم يفعل لعدم وجود تشريع متكامل لنظام التوريق ، الأمر الذى رأى المشرع ضرورة تنظيم عملية التوريق بإصدار القرار الوزارى رقم ٩٦٧ لسنة ٢٠٠١ بإضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، ثم إضافة فصل ثالث إلى الباب الثالث لقانون سوق رأس المال بموجب القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ بشأن شركات التوريق ، وبتاريخ ٢٠٠٤/١١/١٨ صدر قرار وزير الاستثمار رقم ٤٦ لسنة ٢٠٠٤ بإضافة الباب العاشر بشأن نشاط التوريق إلى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

**١ – قانون التمويل العقارى [١]:**

يعد التوريق العقارى أحد أهم الأساليب المستخدمة فى الأسواق العالمية ، كوسيلة لتوفير السيولة اللازمة لمؤسسات التمويل العقارى عن طريق تحويل الديون العقارية الناشئة عن الاقتراض بغرض تمويل أو بناء أو ترميم وحدة عقارية إلى ورقة مالية (سندات) قابلة للتداول فى سوق الأوراق المالية أى تحويل القروض العقارية (أصول غير سائلة) Illiquid Assets إلى أوراق مالية قابلة للتداول Marketable Securities ، وتلجأ البنوك وشركات التمويل العقارى إلى عملية التوريق لعدم قدرتها على التمويل لمدد طويلة ، ورغبة منها فى إعادة تشغيل أموالها فى عمليات جديدة .

وأنشأ قانون التمويل العقارى كيانات سوف تسهم فى تفعيل نشاط التمويل العقارى ، فبالإضافة إلى شركات التمويل العقارى فقد سمح للبنوك – بعد موافقة البنك المركزى – الاستثمار فى أنشطة الرهن العقارى ، وإشراك خبراء مثمنين لتحديد قيمة العقارات ، وذلك للحد من عدم مغالات أصحاب العقارات فى أسعارها بناء على اتفاق بين المقترض ، وشركة التمويل العقارى وبائع العقار بعد تقييم العقار من قبل مكتب أو أكثر من مكاتب التثمين العقارى ، وإنشاء صندوق لدعم نشاط التمويل العقارى لأصحاب الدخول المنخفضة .

هذا فضلاً عن وضع إجراءات مدنية جديدة لتسهيل عملية تسجيل العقارات، والتنفيذ على عمليات الرهن العقارى تحت إشراف قاضى التنفيذ ، على أن يقوم بذلك وكيل عقارى يسمح له ببيع ممتلكات الرهن العقارى فى مزاد علنى للوفاء بالدين الخاص بالرهن، فى حالة عدم وفاء المقترض بسداد قيمة الدين فى تاريخ استحقاقه ، وذلك فى غضون ثلاثة أو أربعة أشهر ، بدلاً من الإجراءات الطويلة

---

(١) الوقائع المصرية العدد ٢٨٢ ، (تابع ) فى ٩ ديسمبر ٢٠٠١ .

والمكلفة المنصوص عليها فى القانون المدنى .

وأجاز القانون للممول أن يحيل محفظة التوريق (الحقوق المالية والمستحقات آجلة الدفع بضماناتها) إلى شركة التوريق بموجب اتفاق حوالة نهائية وناقلة لجميع حقوق والتزامات المحيل ، ولا يكون المحيل مسئولاً عن سداد أى من الحقوق المحالة بعد إتمام الحوالة إلى شركة التوريق[1] ، ويجوز للممول وشركة التوريق الاتفاق على قيام الممول بتحصيل الأقساط Servicing التى يتم تحويلها لشركة التوريق باعتباره وكيلاً عنها مقابل أتعاب تحصيل يتفق عليها الطرفين .

واشترط القانون بألا يزيد التمويل عن ٩٠% من قيمة العقار مع رهنه ، ويتم تقييم العقار بواسطة خبير تثمين عقار مستقل ومرخص له بمزاولة المهنة ، هذا فضلاً عن التأمين على حياة المقترض والتأمين ضد العجز الكلى أو الجزئى ، وهذه تعد ضمانات للمستثمرين فى الأوراق المالية المصدرة قبل مرحلة التوريق .

بالإضافة إلى ذلك فقد قرر ضمان فى مرحلة التوريق منها انتقال كل الضمانات فى مرحلة ما قبل التوريق إلى حملة السندات ، وإصدار السندات بنسبة أقل من ١٠٠% من قيمة محفظة التوريق ، هذا فضلاً عن ضرورة وجود تصنيف ائتمانى للسند المصدر لا يقل عن درجة (BBB-) ، وإيداع حصيلة التوريق النقدية من محفظة التوريق لدى أمين حفظ فى حساب خاص يسمح باستثمار فى أدوات محدودة المخاطر كأذون خزانة أو سندات خزانة حتى يحين موعد السداد .

هذا وقد تم إصدار القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ بشأن شركات التوريق المنظم لنشاط التوريق ، وتعديل المادة ١١ من قانون التمويل العقارى، ونعرض بإيجاز لأهم سمات وأحكام هذا القانون فى البند التالى .

---

(١) المادة ١١ من قانون التمويل العقارى تم تعديلها حتى تكون متفقة مع أحكام القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ حيث كانت تقضي بأن الممول يضمن الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل لصالح أصحاب الأوراق المالية، وبالتالي يظل ملتزماً بالضمان بعد حوالة محفظة التوريق ، وهذه المادة كانت من أسباب عدم تفعيل نشاط التوريق خلال الفترة من ٢٠٠١ وحتى تاريخ التعديل .

**٢ – قانون سوق رأس المال ونشاط التوريق :**

لم ينظم قانون التمويل العقاري عملية التوريق بالطريقة الأمثل حيث كان يسمح بحق الرجوع على المنشئ Right of Recourse ، وبالتالى عدم قدرة المنشئ على تحويل هذه الأصول "محفظة التوريق" خارج الميزانية كاملاً، ولكن تظل على الميزانية فى صورة التزام مشروط Contingent Liability ، ومن ثم تم التفكير فى إدخال فصل جديد فى قانون سوق رأس المال، وباب جديد فى لائحته التنفيذية لتنظيم نشاط التوريق بطريقة أكثر شمولية ، أى سريان التوريق ليس فقط على توريق الأصول العقارية ، ولكن توريق أية أصول، أو مستحقات مستقبلية قابلة للتوريق .

ونظم القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ولائحته التنفيذية [١]عمل شركات التوريق ، كما تناول شرحاً لمحفظة التوريق، وما تتضمنه من حقوق وضمانات، وكيفية حوالتها وشروط نفاذ الحوالة، وحقوق المحيل ، ودور أمين الحفظ ، كما نظم كيفية الوفاء بمستحقات حملة السندات التى تصدرها شركات التوريق (القيمة الاسمية والعائد) ، وضرورة تقديم نشرة اكتتاب لسندات التوريق، يتم الافصاح فيها عن البيانات الأساسية التى تهم المستثمرين فى سندات التوريق من قيمة محفظة التوريق، وحجم الإصدار، ومخاطر العملية ، وحدود مسئولية شركة التوريق للحفاظ على حقوق حملة السندات ، كما أشتمل أيضاً على إعفاء هذه الشركات من ضريبة الدمغة النسبية ، وأجاز لشركات المساهمة من غير شركات التوريق ، وبترخيص من مجلس إدارة الهيئة القيام بعملية التوريق (التوريق الداخلى) ، وسوف نتناول ذلك بالتحليل فى المطلب الثانى .

---

(١) الفصل الثالث من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ مضاف بالقانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ( الجريدة الرسمية ) العدد ٢٥ (تابع أ ) فى ٢٠٠٤/٦/١٧ للمواد من ( ٤١ مكرر ١ حتى ٤١ مكرر ٨ ) ، والباب العاشر من اللائحة التنفيذية مضاف بقرار وزير الاستثمار رقم ٤٦ لسنة ٢٠٠٤ – الوقائع المصرية – العدد ٢٠٦ ( تابع ) فى ٢٠٠٤/١١/١٨ .

## المطلب الثاني : الأطراف الرئيسية فى عملية التوريق فى مصر

### ١-المقترض Borrower:

لم يستثنى المشرع المصرى أى شخص من الحصول على قرض بمقتضى اتفاق التمويل العقارى ، ولم يرد فى نصوص القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بإصدار قانون التمويل العقارى أى نص يخرج أى فئة من الاستفادة من نصوص القانون ، وبالتالى يجوز لكافة الأشخاص سواء الطبيعيين، أو الاعتباريين من الحصول على قرض من الجهات التى تمنح التمويل العقارى .

وقد أطلق المشرع فى قانون التمويل العقارى على المقترض اصطلاح المستثمر ، وأرى أن اصطلاح "المستثمر" Investor لا يعبر عن وضع المقترض الذى هو فى الغالب شخص يحتاج إلى المال لبناء مسكن أو ترميم أو تحسين المسكن، فالدافع إلى الاقتراض هو الاحتياج وليس بغرض الاستثمار ، ومن ناحية أخرى تثير هذه التسمية لبسًا بالنسبة للمتعاملين حيث ينصرف لأول وهلة إلى مشترى الأوراق المالية المصدرة بضمان العقار أو إلى المقرض باعتباره الذى يستثمر أمواله فى مجال التمويل العقارى بقصد تحقيق الربح ، ولذلك نفضل استخدام اصطلاح المقترض Borrower أو الملتزم Obligator بدلاً من المستثمر Investor .

### ٢ - المنشئ :

ويطلق عليه فى التشريع المصرى المحيل وهو كل شخص طبيعى أو اعتبارى لديه حقوق مالية ومستحقاته آجلة ويرغب فى تسييل هذه الحقوق فوراً عن طريق حوالتها إلى شركة التوريق ، والمنشئ يكون فى العادة بنكاً أو شركة تمويل

عقارى أو شخصاً من أشخاص القانون العام طالما لديه حقوق مالية ومستحقات آجلة مضمونة وأصول معينة تمثل تدفق نقدى مستمر .

ويقوم المنشئ بتحصيل الحقوق والمستحقات بصفة دورية – شهرية – لصالح حملة السندات بصفته وكيلاً عن شركة التوريق ، ويجوز لشركة التوريق تعيين شخص آخر بخلاف المحيل وفى هذه الحالة يتعين إخطار المدين بذلك بكتاب مسجل بعلم الوصول .

**٣ – شركة التوريق ( SPV ) :**

عرف المشرف فى المادة ٤١ مكرر شركة التوريق، بأنها هى التى تزاول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول ، فى حدود ما يحال إليها من حقوق مالية، ومستحقات آجلة الدفع بضمانتها " محفظة التوريق " وهى من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ، ويقتصر غرضها على ممارسة نشاط التوريق دون غيره ، ولا يجوز بغير ترخيص من مجلس إدارة الهيئة أن يحال للشركة أكثر من محفظة توريق واحدة ، أو تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات ، ولذلك يمكن أن نطلق عليها الشركة ذات الغرض الخاص Special Purpose Vehicle .

وقد أوجب المشرع بأن لا يقل رأس مال شركة التوريق عن ٥ مليون جنيه مصرى مدفوع بالكامل لمراعاة توافر الملاءة المالية لهذه الشركات منذ تأسيسها ، وأجاز أن تكون ملكية أى نسبة من أسهم شركة التوريق لأمين حفظ أو المجموعة المرتبطة به ، ويحظر على الشركة أن تقوم بتوريق أصول مالية لمنشئ (محيل) تزيد مساهمته سواء منفرداً أو مع مجموعة مرتبطة على ٢٠% من رأسمالها [١]، وذلك لحماية أصحاب حملة السندات من احتمال تواطؤ بين المنشئ وشركة التوريق للإضرار بحملة السندات فى حالة امتلاك المنشئ له ٢٠% فأكثر من أسهم شركة التوريق .

---

(١) المادة ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وتختص شركة التوريق بإصدار السندات من خلال موافقة الجمعية العامة لمساهمى شركة التوريق على إصدار السندات وشروط الإصدار ، وعادة يتم تفويض مجلس إدارة الشركة فى تحديد الشروط التفصيلية المتعلقة بسعر الإصدار وتوقيت الطرح ، ويجب أن تقدم مذكرة المعلومات أو نشرة الاكتتاب إلى الهيئة العامة لسوق المال لاعتمادها، ويجب أن تتضمن بصفة خاصة المعلومات القانونية الأساسية عن شركة التوريق ، ومدير الإصدار وأمين الحفظ ومعلومات تفصيلية عن طبيعة محفظة التوريق وضماناتها ، وقيمة أصل الحقوق وجدول استحقاقها والقيمة الحالية للمحفظة محسوبة بمراعاة سعر العائد على سندات التوريق ، وتنوع الحقوق المالية ، والعلاقة بين التدفقات المالية لمحفظة التوريق ومستحقات حملة السندات من حيث القيم والتوقيتات (١).

وأيضاً ينبغي أن تتضمن النشرة درجة التصنيف الائتماني لمحفظة التوريق " المخاطر التى يتحملها حملة السندات وتدابير الحد منها ، وتحديد الجهة التى تتولى التحصيل ، والإفصاح عن وجود علاقة بين شركة التوريق، وأمين الحفظ والمنشىء، وتحديد مواعيد سداد مستحقات حملة السندات، والعمولات، والمصاريف التى يتم خصمها ، وقواعد استثمار فائض محفظة التوريق (٢).

وهذه البيانات تُعد الحد الأدنى من الإفصاح فى نشرة الاكتتاب حماية لحملة سندات التوريق ، هذا فضلاً عن الإفصاح عن البيانات التى ينبغي الإفصاح عنها فى السندات بصفة عامة .

---

(١) المواد ٣٥ ، ٣٠٣ ، ٣٠٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال .

(٢) المادة ٣٠٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال .

### ٤ – أمين الحفظ : Trustee

هو الجهة التى يرخص لها من قبل الهيئة العامة لسوق المال بمزاولة نشاط حفظ الأوراق المالية، وإدارتها والتعامل عليها لحساب أصحابها ، ويجوز أن يكون بنكاً من البنوك المسجلة لدى البنك المركزى المصرى (١).

وتلتزم شركة التوريق أن تعين أمين حفظ لإدارة محفظة التوريق، وفى نفس الوقت يكون وصي مودع لديه Custodian مستندات الحقوق المالية المحولة إليها ، ويمكن إيجاز دور أمين الحفظ فى عملية التوريق فيما يلى :

أ – تلقى جميع المستندات المتعلقة بمحفظة التوريق بمجرد إصدار السندات المتمثلة فى إتفاق الحوالة ، الاتفاق بين شركة التوريق والمحيل بشأن تحصيل الحقوق ، المستندات المثبتة لمحفظة التوريق وضمانتها ، ونشرة الاكتتاب فى سندات التوريق .

ب – تلقى جميع المبالغ المحصلة من محفظة التوريق بواسطة جهة التحصيل .

جـ– سداد المبلغ الأصلى، والعائد لحملة السندات فى تواريخ الاستحقاق .

د – استثمار المبالغ الفائضة فى أذون خزانة ، أو ودائع مصرفية ، ويجوز أن يعهد بذلك إلى إحدى شركات محافظ الأوراق المالية، إذا سمحت نشرة الاكتتاب بذلك .

هـ– إمساك الدفاتر ، والسجلات، والحسابات الخاصة بمحفظة التوريق ، ويجوز

---

(١) تم تنظيم نشاط أمناء الحفظ بقانون الإيداع والقيد الدفترى بالمواد من ٣٠ وحتى ٣٢ رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ، ( الجريدة الرسمية – العدد رقم ٢٠ تابع (ب ) – الصادر فى ٢٠٠٠/٥/١٨ )، ويوجد فى مصر عدد ٣٢ أمين حفظ جميعهم بنوك فيما عدا ثلاثة أمناء حفظ من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وهم أمين حفظ المجموعة المالية هيرميس ، أمين حفظ سجام كابيتال القابضة للاستشارات المالية ، وأمين حفظ بليتون سيكيورتيز هولدنج ( www.mcsd.com.eg ) .

لممثل جماعة حملة السندات الإطلاع على هذه الدفاتر والسجلات .

و – تقديم تقارير شهرية مفصلة حول محفظة التوريق ، والمبالغ المحصلة، والعمولات، والمصروفات التى تم خصمها، وفائض الأموال المودعة لديه ومجالات استثمارها ، وحالات التأخير فى السداد أو الامتناع عن السداد .

ز – التأكد من فاعلية عملية التحصيل نيابة عن حملة السندات .

ويمكن القول أن دور أمين الحفظ فى حماية حملة السندات، هو أهم مميزات سندات التوريق مقارنة بالسندات العادية ، حيث يتم فصل محفظة التوريق، والعائد عليها، والمتحصلات منها ، والضمانات المرتبطة بها عن الشركة المصدرة لهذه السندات مما يعطى حماية أفضل لحملة السندات .

**٤ – وكالات التصنيف الائتمانى Rating agencies:**

هى شركات متخصصة فى تقييم الجدارة الائتمانية للشركات ، وكذا تقييم الجدارة الائتمانية للسندات عموماً ومنها سندات التوريق ، لطمأنة حملة السندات ، هذا ويصرح لشركات التصنيف الائتمانى العالمية وما يتبعها من شركات داخل السوق المصرى بتصنيف الإصدارات الجديدة من السندات .[١]

ويتم التصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التى تصدر السندات فى مقابلها ، ويحدد مستوى التصنيف الضمانات الإضافية المناسبة للسندات المصدرة طبقاً للتدفق النقدى لمحفظة التوريق ، وتقوم جهة التصنيف الائتمانى بتصنيف محفظة وسندات التوريق طول فترة سريان السند بصفة دورية ، ويمكن تحسين التصنيف عن طريق

---

(١) يشترط أن لا تقل درجة التصنيف الائتمانى لمحفظة التوريق عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات ، وفقاً للقواعد الصادرة عن مجلس إدارة الهيئة ، المادة ٤١ مكرر(٢) من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ .

تقديم ضمانات إضافية مثل ضمان شركات التأمين لسندات التوريق أو ضمان لفترة معينة – ثلاثة شهور – لمخاطر التخلف عن السداد ، وغيرها من الضمانات التى تحسن جودة السندات المصدرة Credit Enhancement ، والسالف الإشارة إليها المبحث الرابع من الفصل الأول .

**٥ – شركة تغطية الاكتتاب فى سندات التوريق Underwriters :**

وشركات الترويج والتغطية هى إحدى الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية التى يتم تأسيسها والترخيص لها من خلال الهيئة العامة لسوق المال [١].

وقد تقوم شركة التوريق بذاتها بتغطية وترويج سندات التوريق المصدرة من قبلها ، ويجوز أن تعهد بذلك إلى شركة متخصصة فى الترويج للسندات لدى المستثمرين المرتقبين ، وقد يتم الاتفاق مع هذه الشركة على ضمان تغطية الاكتتاب فى السندات Underwriter ، بحيث تشترى لحسابها أى كمية لا يتم بيعها للمستثمرين [٢].

وأهمية ضمان الاكتتاب فى أنه فى حالة عدم تغطية إصدار السندات المضمونة بأصول مالية فإنه يتم إلغاء عملية الطرح ، ويرجع السبب فى ذلك إلى أن عملية طرح هذه السندات يتم بناء على محفظة توريق محددة كوحدة واحدة لا تقبل التجزئة .

---

(١) تختص هذه الشركات بإدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية وجلب المستثمرين وكذلك الاكتتاب فى الأوراق المالية المطروحة وغير المطروحة للاكتتاب العام، المادة ١٢١ من لائحته التنفيذية لقانون سوق رأس المال ١٩٩٢/٩٥.

(٢) الفقرة الأخيرة من المادة ٣٠١ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تنص على أنه يجوز أن تكون تغطية وترويج الاكتتاب لسندات التوريق بواسطة شركة التوريق أو بإتفاق مع إحدى الشركات المرخص لها بذلك .

### ٦ – حملة السندات / المستثمرون : Bondholders/Investors

لا توجد قيود فى التشريع المصرى مفروضة على شراء المستثمرين الأفراد والمؤسسات لأى كمية من السندات المضمونة بأصول ، وعادة ما يكون المستثمرون فى السندات بصفة عامة وسندات التوريق بصفه خاصة من المؤسسات المالية (البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق المعاشات الخاصة) .

ويمكن توظيف جزء من استثمارات شركات التأمين فى مصر فى الاستثمار فى سندات التوريق ، باعتبارها أوراق مالية غير حكومية منخفضة المخاطر حيث أن صافى الاستثمارات السنوية لشركات التأمين قد بلغ أكثر من ١ مليار جنيه فى عام ٢٠٠٠ ، وبالنسبة لصناديق الاستثمار بالبنوك فقد بلغ عددها أكثر من ٢٢ صندوق استثمار بلغ رأسمالها السوقى ما يزيد عن ٢٣,٥ مليار جنيه، وتمثل قوة دافعة للاستثمار فى سندات التوريق، ويمكن لصناديق التأمين الاجتماعى تنويع مصادر استثمار أموالها، والتي تقدر بـــ ١٥٤,٤ مليار جنيه مصرى فى نهاية يونيو ٢٠٠٢ بالسماح لصناديق التأمينات بالاستثمار فى سندات منخفضة المخاطر باعتبارها أكثر أمناً من الاستثمار فى الأوراق المالية [١]، ويحق لحملة السندات تكوين جماعة حملة السندات المورقة للدفاع عن مصالحهم ، وقد سبق الإشارة إلى هذه الجماعة.

### ٧ – أطراف مساعدة فى عملية التوريق فى مصر :

فضلاً عن الأطراف الرئيسية فى عملية التوريق ، فإن هذه العملية تتضمن أطرافاً أخرى مثل المستشار القانونى، الذى يقدم الاستشارات القانونية لشركة التوريق، وتقديم إقرار يُضمن فى نشرة الاكتتاب فى السندات بأن اتفاق الحوالة متفق وأحكام القانون ، وأن الحوالة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط، وناقلة لجميع

---

(١) أ. عزة شلباية ، نشاط التوريق وأهميته للأقتصاد المصرى ، مؤتمرعن مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية فى مصر ، أكتوبر ٢٠٠٣ ، ص ٤٩-٥٠ .

الحقوق، والضمانات المحالة بمجرد تغطية الاكتتاب فى السندات[1] ، ويقوم مراقب الحسابات بمراجعة صحة تقييم محفظة التوريق وكفاية مخصص الديون المشكوك فى تحصيلها بناء على مستوى التحصيل فى السنوات السابقة ، ويقدم شهادة بصحة نشرة الاكتتاب يتم الإفصاح عنها فى النشرة .

## المطلب الثالث : الجهات الرقابية لعملية التوريق فى مصر

يوجد ثلاث جهات رقابية على عملية التوريق فى مصر ونتناول هذه الجهات ودورها فى عملية التوريق كما يلي :

### أولاً – الهيئة العامة لسوق المال :

يتلخص دور الهيئة فى تفعيل نشاط التوريق من خلال التنظيم، والتوعية والتوصية، والمتابعة والتفتيش ، ولذلك فإن دور الهيئة يبدأ قبل مرحلة إصدار السندات المورقة ، وأثناء إصدار السندات ، وبعد إصدار هذه السندات وذلك على النحو التالى :

### ١ – مرحلة ما قبل إصدار السندات المضمونة بأصول مالية (ABS) :

تقوم الهيئة بالموافقة على تأسيس شركات التوريق ، والموافقة على التراخيص لمزاولة نشاط سندات مضمونة بأصول مالية بعد إستيفاء المستندات الآتية [2]:

أ – الاتفاق بين شركة التوريق وأمين الحفظ بأن يتولى متابعة كافة العمليات ذات الارتباط بحقوق حملة سندات التوريق .

---

(١) المادة ٣٠٤/ى من قانون سوق رأس المال

(٢) المادة ٣٠١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال .

ب – شهادة من مراقب الحسابات الخارجى بتوافر النظام المحاسبى والدورة المستندية اللازمة لعملية التوريق .

جـ- تقديم ما يفيد توافر الخبرة والكفاءة اللازمتين لإدارة عملية التوريق فى المديرين والعاملين بالوظائف الرئيسية بالشركة .

د – اتفاق وعقد الحوالة المبرم بين منشئ المحفظة وشركة التوريق .

هـ- يجب أن تحصل الشركة المنشئة لمحفظة التوريق على ترخيص من الهيئة بإصدار سندات التوريق إذا رغبت فى إصدارها بذاتها (دون شركة التوريق) .

**٢ – دور الهيئة فى مرحلة إصدار السندات :**

أ – تتأكد الهيئة من أن الحوالة (عملية نقل الأصول المالية من المنشئ إلى شركة التوريق ) تتضمن كافة الضمانات المقرونة بها مثل الرهونات ، التأمين ، القدرة على التنفيذ الجبرى ، صندوق ضمان ودعم التمويل العقارى ...الخ .

ب – تتأكد الهيئة من أن محيل محفظة التوريق لا تزيد نسبة مساهمته سواء منفرداً، أو مع مجموعة مرتبطة على ٢٠% من رأسمالها حماية للمستثمرين [١].

جـ- التأكد من درجة التصنيف الائتمانى لا تقل درجته عن المستوى الدال على القدرة على الوفاء بالالتزامات ، وأيضاً التأكد من عناصر تحسين الجدارة الائتمانية مثل وثائق التأمين على أخطار معينة ، أو ضد خطر عدم السداد ، أو مدى حماية السندات من إفلاس أطراف عملية التوريق ...الخ .

د – التأكد من أن متطلبات الإفصاح قد تم مراعاتها بالنشرة .

يجب على شركة التوريق تقديم نشرة الاكتتاب للهيئة لاعتمادها طبقاً

---

(١) وقد عرفت المادة ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المقصود بالمجموعة المرتبطة بأنها الأشخاص الذين يخضعون للسيطرة الفعلية لنفس الأشخاص الطبيعيين أو لذات الأشخاص الاعتبارية أو الذين يجمع بينهم اتفاق يتعلق بالمساهمة فى شركة التوريق .

لمتطلبات قانون سوق رأس المال (المادة ٥) ولائحته التنفيذية (المواد من ٤٠ وحتى ٤٤ ) والتى تسرى بشأن نشرات الاكتتاب بصفة عامة ( والمادة ٣٠٤ ) بشأن متطلبات الإفصاح بنشرات الاكتتاب فى سندات التوريق بصفة خاصة .

ولذلك فإن الهيئة تقوم بدراسة النشرة من الناحية القانونية والفنية للتأكد من توافر كافة متطلبات الإفصاح بالنشرة قبل الموافقة عليها .

**٣ – دور الهيئة فى مرحلة ما بعد إصدار السندات :**

فى هذه المرحلة تقوم الهيئة بما يلى :

أ – متابعة شركة التوريق فى الالتزام بالإفصاح عن التقارير نصف سنوية عن نشاط الشركة، ونتائج أعمالها والقوائم المالية السنوية للشركة ، وتقوم الهيئة بفحص هذه الوثائق للتأكد من مطابقتها للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة .[١]

ب – التأكد من أن شركة التوريق تحفظ المستندات الخاصة بالحقوق التى حولتها، والضمانات المرتبطة بها لدى أمين حفظ مرخص له من الهيئة بذلك .

جـ– التأكد من التزام أمين الحفظ بتقديم تقارير دورية – شهرية – للهيئة، ولممثل جماعة حملة السندات حول موقف محفظة التوريق من حيث المبالغ المحصلة، والمبالغ المستحقة لحملة السندات، والعمولات والمصاريف، وفائض الأموال المودعة لديه، ومجالات استثمارها، وحالات التأخير فى السداد، والإجراءات المتخذة .

د – تتأكد الهيئة من قيام المكتتبين فى شراء السندات بتكوين جماعة حملة السندات لتمثيلهم أمام شركة التوريق للدفاع عن حقوقهم ، ومتابعة تعيين الممثل القانونى للجماعة فى الموعد المقرر لتمثيل مصالح حملة السندات، وتلقى المعلومات المطلوبة عن محفظة التوريق من أمين الحفظ لتوزيعها على حملة السندات .

---

(١) المادة (٦) من قانون سوق رأس المال والمادة (٥٨) من لائحته التنفيذية .

هـ- الرقابة على سوق تداول السندات، وبالتالي الرقابة على تداول سندات التوريق للتأكد من سلامة التعاملات .

و - التفتيش الدوري والمفاجئ على كل من شركة التوريق ، وأمين الحفظ باعتبارهما من الجهات العاملة فى مجال الأوراق المالية [1] ، " للتأكد من مدى الالتزام بأحـــكام القانون ، واستمرار متطلبات شروط الترخيص بمزاولة النشاط " .

ز - توقيع الجزاءات الإدارية فى حالة مخالفة أحكام القانون، أو اللائحة التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة أو فقدان أحد شروط الترخيص، تتمثل هذه الجزاءات فى وقف النشاط لمدة ثلاثين يوماً والمنع من مزاولة النشاط ، وقد يصل العقاب إلى إلغاء الترخيص الممنوح للشركة.

ر - الإحالة إلى النيابة العامة لأعمال مسئوليتها إذا ثبت للهيئة مباشرة نشاط التوريق أو أمناء الحفظ بدون ترخيص ، أو إصدار سندات توريق بالمخالفة لأحكام قانون سوق رأس المال ، أو إثبات عمداً فى أوراق التأسيس أو نشرات الاكتتاب أو الترخيص بيانات غير صحيحة بعد اعتمادها من الهيئة ، أو إصدار بيانات غير صحيحة عن السندات المورقة ، أو التزوير فى سجلات شركات التوريق ، وتكون العقوبة الحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو بغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن مائة ألف جنيه ، أو بإحدى هاتين العقوبتين .

**ثانياً - البنك المركزى المصرى :**

ويكون البنك المركزى المصرى معنياً بعملية التوريق عندما يكون المنشئ (المحيل) بنك خاضع لرقابة البنك المركزى ، حيث يختص فى هذه الحالة بالتفتيش

---

(١) المادة ٤١ مكرراً من قانون سوق رأس المـــال والمـــادتين ٤٦ ، ٤٦ مكـــرر مـــن اللائحـــة التنفيذيـــة لقانون الإيداع والقيد المركزى للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ .

والمتابعة .

وتجدر الإشارة إلى أن البنك المركزى يطلب من البنوك التى يشرف عليها أن تقدم تقارير ربع سنوية توضح حالة ميزانياتها ، وأن يكون توزيعها للائتمان فى الحدود الآمنة بحسب ما تحدده مجالس إدارات تلك البنوك وبحيث لا يزيد تركيز الائتمانات الممنوحة فى قطاعات معينة .

وبدخول اتفاقية بازل ، حيز التنفيذ فى عام ٢٠٠٦ تسعى البنوك المصرية للالتزام برفع نسبة كفاية رأس المال ، خاصة فيما يتعلق بالعمليات خارج الميزانية (التوريق) ومحاولة تقليل نسبة تعرضها للمخاطر ، ولذلك أسرعت البنوك المصرية بزيادة رؤوس أموالها أو بالاندماج مع بعضها .

وقرر البنك المركزى عدم التدخل فى وضع حد أقصى لدخول البنوك فى منح ائتمانات للقطاع العقارى حيث كان من قبل محدداً بنسبة ٥% كحد أقصى من إجمالى القروض ، وذلك تشجيعاً للبنوك لمنح التمويل فى مجال الإسكان العقارى .

**ثالثاً – الهيئة العامة للتمويل العقارى :**

تختص بالإشراف والرقابة إذا كانت عملية التوريق مرتبطة بالنشاط العقارى وذلك على النحو التالى [١]:

١–القيام على شئون التمويل العقارى بما يشمل الترخيص لشركات التمويل العقارى ومتابعتها والإشراف عليها ووضع النماذج التى تستخدم فيها مثل اتفاقية التمويل ، وتلقى الشكاوى بشأنها ووضع النماذج التى تستخدم فيها مثل العقود والأوراق الأخرى .

٢–الرقابة على نشاط خبراء التقييم العقارى ووسطاء التمويل العقارى المعتمدين

---

(١) قرار رئيس الجمهورية رقم ٢٧٧ لسنة ٢٠٠١ فى شأن الهيئة العامة لشئون التمويل العقارى ( الجريدة الرسمية ) – العدد ٣٦ فى ٦ سبتمبر سنة ٢٠٠١ ) .

والمسجلين فى سجلاتها .

٣-العمل على تنمية نشاط التمويل العقارى مثل إعداد الدراسات عن مستقبل التمويل العقارى، وكيفية تنميته واقتراح التعديلات التشريعية أو اللائحية التى يحتاجها العمل من حين لآخر .

٤-الحفاظ على حقوق المتعاملين من خلال محاولة فض المنازعات بين الممولين، وطالب التمويل من خلال آليات فض المنازعات مثل المفاوضات والتوفيق والوساطة وما إلى ذلك .

٥-توفير ونشر المعلومات والبيانات عن نشاط التمويل العقارى .

## المطلب الرابع : تطبيق عمليات التوريق فى مصر

بعد صدور القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ المنظم لنشاط التوريق ، فقد تم تأسيس أول شركة توريق فى مصر، وهى شركة كونتكت للتوريق ، وقامت هذه الشركة بإصدار أول سندات مورقة، وذلك من خلال احتضان الهيئة لهذه العملية، وتقديم الدعم الفنى حتى تم إصدار سندات التوريق بنجاح ، ثم تبع هذا الإصدار قيام البنك العقارى العربى بإصدار أول سندات مورقة بنظام التوريق الداخلى ، وأخيراً فقد قامت شركة كونتكت للتوريق بإصدار آخر لسندات مورقة بعد نجاح إصدارها الأول ، نتناول الإصدارات السالفة على النحو التالى :

### أولاً - الإصدار الأول لشركة كونتكت للتوريق :

وقامت شركة كونتكت للتوريق بإصدار سندات اسمية غير قابلة للتحويل إلى أسهم ( إصدار ٣ يناير ٢٠٠٦ ) بقيمة ١٤٠ مليون جنيه موزع على عدد ١,٤٠٠,٠٠٠ سند ، بقيمة اسمية ١٠٠ جنيه مصرى بعائد سنوي ١١% يصرف

بنهاية كل شهر تستهلك شهرياً بصورة متدرجة ومتناقضة لمدة خمس سنوات ، ويمكن استدعاؤها معجلاً اعتباراً من ٢٠٠٨/٨/٣١ قبل تاريخ الاستحقاق النهائى – بدء من السنة الثالثة للإصدار – وقد تم إصدار هذه السندات مقابل محفظة توريق (مديونيات عقود سيارات بالتقسيط) ، ونوجز الإصدار فيما يلي :

**١- تأسيس شركة التوريق :**

لقد تم تأسيس أول شركة توريق بتاريخ ٢٠٠٥/١١/٨ برأسمال مصدر ومدفوع ٥ مليون جنيه من خلال شركة كونتكت للسيارات وإحدى شركاتها التابعة – شركة بافاريان كونتكت للسيارات (١٩%) والشركة المصرية الدولية للتجارة والاستثمار ٨١% – وذلك بغرض وحيد وهو توريق الحقوق المالية الآجلة .

**٢- تكوين محفظة التوريق :**

تكونت محفظة التوريق عن طريق قيام شركة كونتكت لتجارة السيارات ش.م.م وإحدى شركاتها التابعة – شركة بافاريان لتجارة السيارات ش.م.م (منشئ محفظة التوريق) – بإحالة مديونياتهما والمتمثلة فى حقوق مالية آجلة، وتتكون من عقود بيع سيارات بالتقسيط ومشتملاتها كوثائق تأمين، والمستندات المثبتة للضمانات قبل المدينين – مشترى السيارات بالتقسيط – إلى شركة كونتكت للتوريق .

**٣- ضمانات الإصدار :**

ونظراً للمخاطر المرتبطة بعملية التوريق سواء مخاطر السداد المعجل أو التأخير فى السداد أو المخاطر التجارية أو هلاك السيارات الجزئى والكلى فقد تم الإصدار بقيمة إجمالية ١٧٦ مليون جنيه وحاليه – فى تاريخ الإصدار – ١٤٨ مليون جنيه ، والإصدار بـــ ١٤٠ مليون جنيه ، أى تم إصدار سندات توريق فى مقابل ٩٤% من قيمة محفظة التوريق ، والـــ ٦% المتبقية ضمانات إضافية

لمواجهة أى عجز فى التحصيل تم إيداعها فى حساب الحصيلة تستثمر عن طريق أمين الحفظ لصالح حملة السندات، وهذه النسبة تسمى بعملية التحسين الائتماني Credit Enhancement .

**٤ – تصنيف المحفظة :**

وقد تم تصنيف الملاءة المالية للمحفظة من قبل إحدى شركات التصنيف الائتمانى بدرجة (AA-) ، والتى تعنى أن المحفظة مصنفة محلياً تصنيف استثمارى (Investment Grade) ، ومن الناحية الائتمانية ذات جودة عالية جداً Very Strong Credit Worthiness ، وتعد أعلى تصنيف ائتمانى للسندات المحلية صادرة عن القطاع الخاص حتى الآن .

**٥– الأفصاح عن نشرة الاكتتاب فى سندات المضمونة بأصول :**

وقد تم الإفصاح الكامل عن عملية التوريق بنشرة الإصدار، والتى تضمنت بيانات عن منشئ المحفظة ، وشركة التوريق (المحال لها)، وبيانات تفصيلية عن محفظة التوريق من حيث عدد عقود البيع، وجداول تحليلية عن المحفظة حسب تواريخ انتهاء العقود، والقيمة المستحقة على المدينين فى عقود بيع السيارات وحساب الدخل للمدينين، ووظائف المدينين، وطراز السيارات والتوزيع الجغرافى .

**ثانياً – الإصدار الثانى لشركة كونتكت للتوريق :**

بعد نجاح الإصدار الأول قامت شركة كونتكت للتوريق بإصدار سندات فى مقابل حقوق مالية (ABS) – إصدار ثاني – حيث تم الإفصاح عن نشرة الاكتتاب للإصدار الثانى بالصحف عن دعوة للاكتتاب العام فى سندات اسمية فى مقابل حقوق مالية (سندات توريق) قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل إلى أسهم وقابلة للاستدعاء المعجل من السنة الثالثة للإصدار ، لمدة خمس سنوات بقيمة إجمالية ١٥٩ مليون

جنيه مصرى ، موزعاً على عدد ١,٥٩ مليون سند بقيمة اسمية ١٠٠ جنيه للسند الواحد تستهلك شهرياً وذات عائد سنوى ثابت قدرة ١٠,٧٥% يصرف شهرياً .

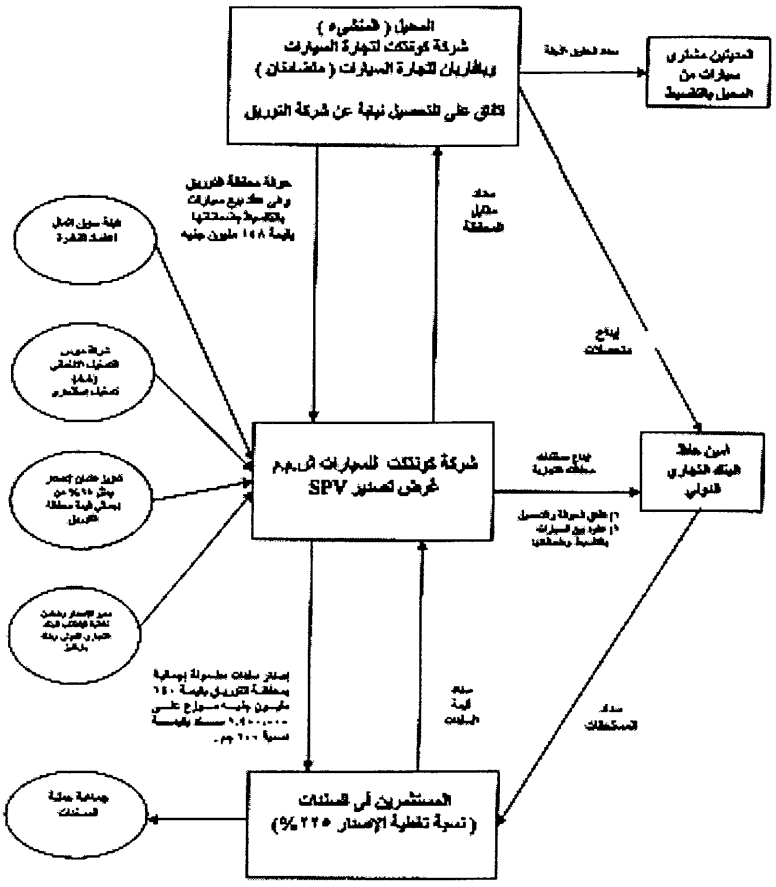
وتضمنت النشرة بيانات عن المحيل ومنشئ محفظة التوريق – نفس أشخاص الإصدار الأول – والمحال إليه وهى شركة كونتكت للتوريق ذات شركة التوريق ، وقد حصلت على ترخيص من مجلس إدارة الهيئة على الإصدار الثاني ، وبيانات محفظة التوريق من حيث القيمة الإجمالية ٢٠٢ مليون جنيه مصرى ، والحالية ١٦٩ مليون جنيه مصرى ، وتوصيف المحفظة عدد ١٨٩٥ عقد بيع سيارات بالتقسيط وضماناتها ، ومعايير اختيار المحفظة ، وأمين الحفظ والعلاقات المرتبطة بين أطراف الصفقة، وحوالة المحفظة لشركة التوريق وبيانات الإصدار ، والتقرير الائتمانى والمتمثل فى إصدار سندات فى مقابل محفظة توريق بقيمة تعادل ٩٣,٥٥% من قيمة المحفظة الحالية ، والـ ٦,٤٥% تمثل ضمانة إضافية لمواجهة العجز فى التحصيل ، وموقف القيد بالحفظ المركزى والبورصة ، ومدير الإصدار والمستشار القانوني والمنسق العام وكيفية استخدام حصيلة السندات ، وموقف الإصدار الأول .

وقد ظهر نجاح هذه العملية من خلال الإقبال على الاكتتاب فى السندات المورقة لدرجة أن نسبة التغطية وصلت إلى ٢٢٥% ، وقد حصلت محفظة التوريق على تصنيف ائتمانى (AA) وبذلك تعد من الديون الممتازة ، ويوضح الشكل رقم ( ١٥) أول إصدار لعملية توريق فى مصر .

**ثالثاً: الإصدار الثالث :**

بعد نجاح الإصدارين السابقين قامت شركة كونتكت للتوريق بإصدار ثالث لسندات مدعومة بأصول قيمتها ٢٧٥ مليون جنيه بفائدة ٩,٥% سنوياً لمحفظة توريق قيمتها ٢٩٢,٤٦٦,٤٧٢ جنيه مصري وحصل الإصدار على تصنيف (AA).

شكل رقم (١٥)




**رابعاً – إصدار سندات بنظام التوريق الداخلى :**

أجاز القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ بشأن شركات التوريق فى مادته رقم ٤١ مكرر (٧) للشركات المساهمة من غير شركات التوريق وبترخيص من مجلس إدارة الهيئة، إصدار سندات تخصص لسداد قيمتها الاسمية والعائد عليها محفظة مستقلة من الحقوق المالية للشركة – المساهمة – بالضمانات المقررة لها ، ويطلق على هذه العملية " التوريق الداخلى" ، ونوجز صفقة توريق البنك العقارى العربى بإصدار سندات بنظام التوريق الداخلى على النحو التالي :

**١- منشىء محفظة التوريق الداخلى :**

قام البنك العقارى العربى ش.م.م بإصدار أول سندات توريق بنظام التوريق الداخلى ، وذلك بمعاونة الهيئة العامة لسوق المال لإنجاح هذه العملية، وإدخال أداة تمويلية مستحدثة بالسوق المصرى ، وهذه السندات بضمان حقوق مالية (محفظة التوريق) ممنوحة للهيئة العامة لتعاونيات البناء والإسكان وعددها ٢٤ قرضاً بمبلغ إجمالى ٥٦٥٨٠١٤ جنيه ، ومضمونة من وزارة المالية .

**٢- شكل الإصدار :**

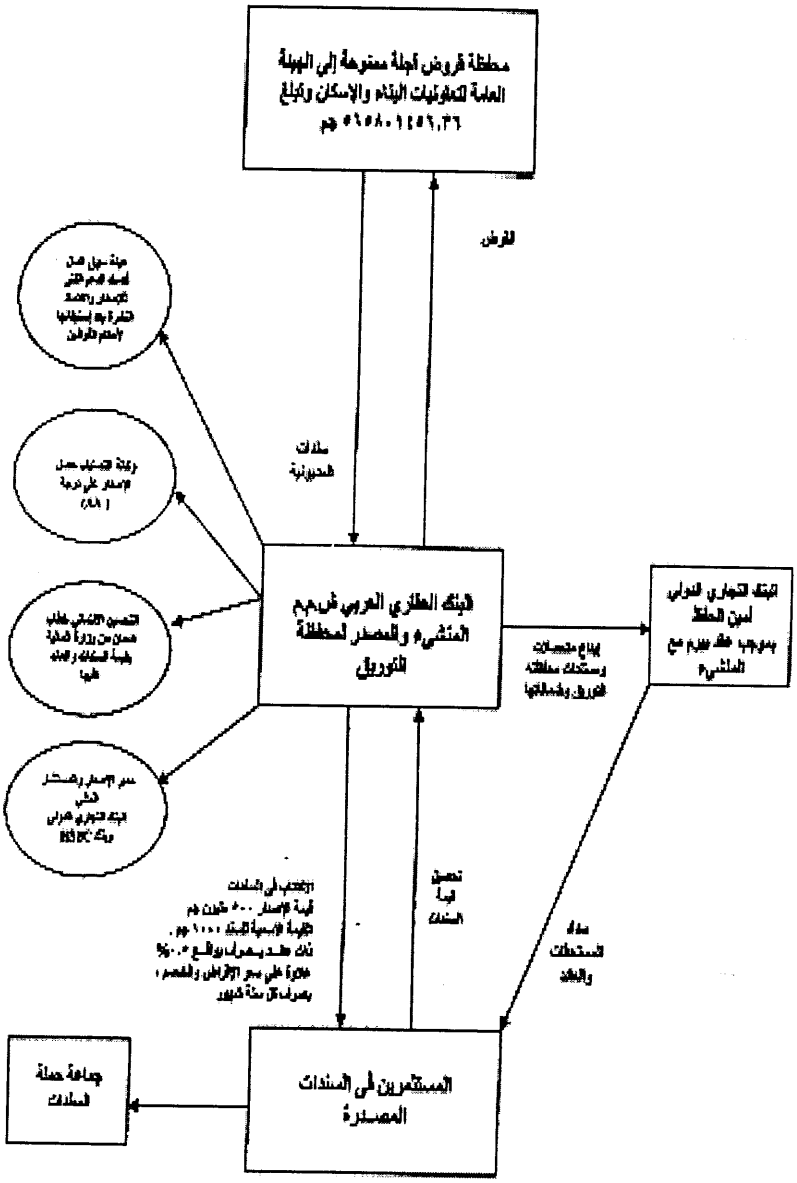
وهى سندات اسمية، وغير قابلة للتحويل إلى أسهم ، وقابلة للاستدعاء المعجل اعتباراً من مايو ٢٠١٠ بعدد ٥٠٠٠٠٠ سند بقيمة اسمية إجمالية للإصدار ٥٠٠ مليون جنيه مصرى ، ذات عائد متغير قدره ٠,٥% علاوة على سعر الإقراض والخصم يصرف كل ستة أشهر ، مطروحاً بالكامل للاكتتاب العام ، وتستهلك على أربعة أقسام متساوية من مايو ٢٠١٠ وحتى تاريخ الاستحقاق النهائى فى ١٩ يونيو ٢٠١٣ ، وتم قيد الإصدار بالجدول غير الرسمي ، بتاريخ ٢٠٠٦/٩/١٤ .

**٣- التصنيف الائتمانى للإصدار :**

وحصل الإصدار على تصنيف ائتمانى (AA) والتى تعنى أنه مصنف محلياً على أنه درجة استثمار Investment Garde ، ومن الناحية الائتمانية له القدرة على سداد الأقسام والفوائد فى مواعيدها بجودة عالية جداً Very Strong Worthiness كما أن درجة المخاطر التى يتعرض لها الإصدار متواضعة مقارنة بالإصدارات الأخرى فى الدولة نفسها .

**٤- الإفصاح عن نشرة الاكتتاب بالصحف :**

وقد تضمنت نشرة الإصدار بيانات عامة عن البنك العقارى العربى المصدر ، وبيانات تفصيلية عن محفظة التوريق من حيث الملتزم بالسداد - الهيئة العامة لتعاونيات البناء والإسكان - وقيمة محفظة التوريق (٥٦٥٨٠١٤٥٦,٣٦ جنيه مصرى) بدون الفوائد المستحقة على القروض وبالعوائد تقدر قيمة المحفظة (٥٨٥٩٢٣٩٩٥ جنيه مصرى) ، وجدول بالتدفقات النقدية السنوية للمحفظة ، والضمان بالسداد (وزارة المالية) ومحفظة التوريق (٢٤ قرض بقيمة ٥٦٥٨٠١٤٥٦,٣٦ جنيه مصرى) ، والمستندات المثبتة للحقوق وضماناتها ومعايير اختيار القروض ، وجداول تحليلات للمحفظة من حيث القيمة والآجال والتوزيع الجغرافى ونسبة التأخير عن خمس سنوات سابقة ، والتزامات المحيل وبيانات عن أمين الحفظ والتزاماته والمستندات المودعة لديه ، ودرجة التصنيف الائتماني (AA)، وأحكام وشروط الإصدار واسم مدير ومستشار الإصدار ، والقوائم المالية للبنك المنشئ والمصدر فى نفس الوقت ، وقائمة بالتدفقات النقدية الخاصة بمحفظة التوريق ، ونشر ملخص لحوالة محفظة التوريق من البنك العقارى العربى إلى حملة السندات، وذلك فى حدود قيمة السندات وعوائدها ، ويوضح الشكل رقم ( ١٦ ) إصدار سندات البنك العقارى العربى بنظام التوريق الداخلى، وبعد نجاح هذا الإصدار قام البنك بإصدار ثان بنظام التوريق الداخلي.


محفظة قروض آجلة ممنوحة إلى الهيئة العامة للمقاولات البناء والإسكان وتبلغ ٥٦٥٨٠١٤٥٦,٣٦ درهم
القرض
سلدات الدينونة
البنك المغربي العربي ش.م.م المنشيء و المصدر لمحفظة التوريق
البنك التجاري الدولي أمين الحفظ بموجب عقد مبرم مع المنشيء
إيداع متحصلات وسندات محفظة القروض وفسخاتها
تحويل أداء السندات
مداد المستحقات والفوائد
المستثمرون في السندات المصدرة
جماعة حملة السندات

شكل رقم (١٦)

وتتسم عملية التوريق الداخلي عن غيرها من عمليات التوريق بالآتى :

١-تعد متحصلات محفظة التوريق هى مصدر السداد الأول لحقوق حملة السندات المصدرة ، وفى حالة عدم كفاية هذه المتحصلات يكون لحملة السندات حق التنفيذ على الأصول الأخرى للشركة المصدرة للسندات ( بخلاف محفظة التوريق) .

٢-فى حالة إعسار أو إفلاس الشركة المنشئة للمحفظة والمصدرة للسندات يكون لحملة سندات التوريق الحق فى محفظة التوريق والمتحصلات منها والضمانات الخاصة بها ، وبذلك تعد أعلى جودة من سندات الشركات ومرفق جدول مقارنة بين سندات الشركات وسندات التوريق .

٣-تقوم جهة التحصيل (المنشئ أو غيره) بتوريد حصيلة المبالغ المحصلة فور تحصيلها إلى الحساب الذى يمسكه (حساب الحصيلة) أمين الحفظ لهذا الغرض وذلك لسداد مستحقات حملة السندات ، وتحتفظ الشركة المنشئة للسندات بالحق فى أى فائض فى ذلك الحساب وذلك بعد تمام سداد مستحقات حملة السندات .

٤-يجب على الجهة المنشئة الإفصاح عن المعلومات والبيانات التى تتضمنها محفظة التوريق، وذلك لأمين الحفظ ، وتقديم المستندات المؤيدة لذلك ، ولممثل جماعة حملة السندات الإطلاع على دفاتر أمين الحفظ ، كما يتم تقديم المعلومات والمستندات اللازمة لجهة التحصيل ويوضح الشكل التالى عملية إصدار سندات بنظام التوريق الداخلى .

ويمكن إيجاز مميزات التنظيم التشريعى لنشاط التوريق فى مصر ، فى النقاط الآتية :

١ - السماح بإنشاء الكيان القانونى لتحقيق غرض التوريق، والذى يتخذ شكل شركة المساهمة، وهى شركة ذات غرض وحيد وهو إصدار سندات مضمونه بأصول.

٢ – السماح للشركات المساهمة من غير شركات التوريق SPV بإصدار سندات توريق بنظام التوريق الداخلى .

٣ – حق حملة السندات فى التنفيذ على محفظة التوريق، والمتحصلات منها (بعد خصم مستحقات شركات التوريق ومصاريف عملية التوريق) ، والضمانات الخاصة بها بغض النظر عن أى متطلبات أخرى، مثل حالة إعسار أو إفلاس شركة التوريق أو الجهة المنشئة للمحفظة ، حيث نص المشرع فى الفقرة الأخيرة من المادة ٤١ مكرر (٢) من قانون سوق رأس المال بأن " تكون المبالغ والمستندات والأوراق التجارية المودعة لدى أمين الحفظ ملكاً لحملة السندات ، ولا تدخل فى الذمة المالية لشركة التوريق ، ولا فى الضمان العام لدائن المحيل أو شركة التوريق ، وبخلاف محفظة التوريق لا يحق لحملة السندات التنفيذ على أصول شركة التوريق " ، وبالتالى فقد تم إقصاء محفظة التوريق عن خطر إفلاس المنشئ والمصدر .

Bankruptcy- Remote- Issuer and Originator

٤ – النص على إعفاء حوالة محافظ التوريق من ضريبة الدمغة Notice Public .

٥ – استخدام وسيلة الإعلان العام Public notice لسريان الحوالة فى حق المدين والغير من خلال الإفصاح عن نشر ملخص للحوالة بنشرة الاكتتاب فى السندات المورقة ، والأخذ بأسلوب حوالة الحق كوسيلة أو طريقة لنقل محفظة التوريق من المنشىء إلى المصدر SPV ، والمعروفة فى النظام القانونى المصرى بإعتبار أن عملية النقل أو التحويل تعد بيعاً حقيقياً True sale لمحفظة التوريق.

## نتائج دراسة عمليات التوريق

التوريق فناً من فنون التمويل المستحدثة ، ويعنى بتحويل القروض وأدوات الدين ( الأصول مالية ) غير السائلة إلى أوراق مالية ( أسهم، وسندات ) قابلة للتداول فى أسواق الأوراق المالية محققاً بذلك فوائد عديدة لأطرافه ، كما أنه يحقق قيمة مضافة للدولة على مستوى الاقتصاد الكلى .

ومجالات التوريق فى مصر عديدة فى قطاع البترول والغاز ، والبطاقات الائتمانية ، وقروض السيارات ، وقروض الاسكان ، والكهرباء ، والاتصالات من أهم القطاعات الواعدة وذات الحجم المرتفع من حركة روؤس الأموال، وبها عقود مستقبلية ضخمة تصلح للتوريق ، ونجاح عمليات التوريق يتطلب توفير بنية قانونية وضريبية ومحاسبية جيدة من أجل التطبيق السليم لعمليات التوريق .

وبصدور القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ولائحته التنفيذية بشأن شركات التوريق ، دخلت هذه الأداه المستحدثة السوق المصرى من خلال ثلاث إصدارات لسندات مضمونة بأصول " سندات توريق " بمبلغ ٧٩٩ مليون جنيه ولضمان استمرار صناعة التوريق بكفاءة حتى تؤتى هذه الأداه المستحدثة بثمارها فى السوق المصرى ، فإن هناك العديد من التوصيات يمكن إيجازها فى الآتى :

١-السماح للكيانات القانونية المحتضنة لعمليات التوريق بإصدار أوراق مالية من أسهم ، ووثائق مشاركة مقابل الحقوق المالية الآجلة ، حيث أن المشرع المصرى يسمح لهذه الكيانات بإصدار سندات فقط.

٢-الوصول إلى مستوى تكلفة منخفض من خلال منح الكيانات المحتضنة لعمليات التوريق مزايا تتمثل فى الإعفاءات الضريبية بإعفاء أرباح شركات التوريق من الضرائب لمدة زمنية قد تصل ١٠ سنوات من تاريخ مزاولة النشاط ، وإعفاء الأصول المحالة من الضرائب إذ أن هذا الأمر يشجع شركات التوريق على

إصدار أوراق مالية منخفضة التكاليف نسبياً ، وفى ذات الوقت تشجيع تأسيس هذه الشركات وزيادتها فى السوق المصرى – شركة وحيدة حتى الآن – لاسيما فى بداية نشاط التوريق .

٣-السماح لشركات التوريق توريق بإصدار أكثر من محفظة توريق دون الحصول على ترخيص بكل عملية توريق من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال.

٤-وضع تشريع لتسهيل انتقال الملكية العقارية وترتيب حقوق عينية عليها – أو التنفيذ عليها – حيث أن قانون التمويل العقارى والذى تضمن تيسير إجراءات التنفيذ على الضمانات العقارية يسرى على الجهات الخاضعة لأحكامه فقط ، ولا تسرى هذه الإجراءات بالنسبة للمنشئين من غير هذه الجهات .

حيث قانون التوريق رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ نص على أن المبالغ والمستحقات والأوراق المالية والتجارية والسندات المودعة لدى أمين الحفظ تكون ملكاً لحملة السندات ، ولم يتضمن النص على تسهيل إجراءات التنفيذ على المستندات المودعة إذا كانت عبارة عن رهونات عقارية ، وبالتالى فسيتم التنفيذ وفقاً للأحكام العامة فى التقنين المدنى وإجراءات ذلك قد تستمر لمدد زمنية طويلة الأمر الذى قد يعرقل عمليات التوريق إذا كان محلها رهونات عقارية .

لذا فإن صدور قانون لتسهيل انتقال الملكية العقارية والتنفيذ عليها من خلال إجازة شرط غلق الرهن والطريق الممهد فى عمليات التوريق أى تملك المال المرهون إذ عجز المدين عن الوفاء عند حلول أجل الدين المضمون برهن وبيع ذلك المال دون اتباع الأحكام العامة فى التقنين المدنى وقانون المرافعات ، كمحفز لعمليات التوريق وطمئنة المستثمرين فى الأوراق المالية المصدرة المضمونة برهون عقارية .

٥-تنميط عمليات التوريق Standardization ويقصد بذلك توحيد القواعد الحاكمة لعملية التوريق من خلال تيسير وتوحيد قواعد وإجراءات الإقراض من قبل المؤسسات المالية ، وبذلك يمكن لهذه المؤسسات زيادة عملية الإقراض لإمكان زيادة السيولة فى السوق ، وبالتالى تنشيط عملية التوريق .

٦-وضع معيار محاسبي خاص بعملية التوريق من قبل جمعية المراجعين والمحاسبين المصرية بالتعاون مع الهيئة العامة لسوق المال لاعتبار عملية التحويل بيعاً حقيقياً True sale ، والتى تعنى عدم إدراج الأصل فى الميزانيات (المنشئين) كأصول وخصوم .

٧-تنشيط السوق الثانوى للسندات المصدرة حيث تعانى أغلبية الدول الناشئة ومنها مصر من ضعف سوق تداول السندات (الديون) ، وبالرغم من استحداث نظام المتعاملين الرئيسيين إلا أن دورهم كصناع سوق وقف عند مرحلة الإصدار فقط ولذلك فإن قيام المتعاملين الرئيسيين بدورهم فى مرحلة التداول سوف ينشط سوق السندات بما فيها سندات التوريق .

٨-تنشيط دور المستثمر المؤسسى Investor Base : إن تنشيط الطلب المؤسس على الأوراق المرهونة بأصول فإن هذه المؤسسات وفى مقدمتهم صناديق التأمين الاجتماعى وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المصرفية قادرة على تقييم مخاطر هذه الأوراق سواء مخاطر أسعار الصرف أو معدل الإسراع فى السداد أو عدم السداد ، وبالتالى يتطلب الأمر فى بداية تطبيق نشاط التوريق أن تكون عوائد هذه الأوراق أكثر ارتفاعاً عن غيرها من الأوراق الأخرى ، وذلك للتعويض عن كونهم أول المخاطرين باستثماراتهم فى عملية

التوريق وهذا ما حدث بالنسبة للإصدار الأول لسندات شركة كونتكت والتى صدرت بعائد ثابت ١١% ، وبعد نجاح هذا الإصدار ، ثم الإعلان عن إصدار ثانى بعائد ١٠,٥٥% .

٩- تكوين مخصصات مناسبة لدى البنوك للقروض قبل إعادة بيعها إلى شركات التوريق .

١٠- المحافظة على حقوق البنك تجاه الشركات ( إصدار سندات بقيمة ديوبن الشركات للبنوك ) ، وتقليل عبء الاقتراض على الهياكل المالية لهذه الشركات بتحويل قروضها قصيرة الأجل إلى ديون متوسطة أو طويلة الأجل من خلال سندات تطرح بأسعار فائدة تقل كثيراً عن فائدة الإقراض المصرفية ، فضلاً عما توفره هذه الأداه من تنشيط لجانبى العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية [١].

١١- ضرورة بناء الهيكل التنظيمي المؤسسي اللازم لنجاح عملية التوريق من خلال منظومة متكاملة من المؤسسات وعلى سبيل المثال شركات الاستعلام عن العملاء والتصنيف الائتمانى لقياس مخاطر الأوراق المالية وشركات الوكيل العقارى وشركات التأمين وغيرها ، مع وجود جهاز للتنسيق بين هذه الأطراف بما يحقق نجاح التوريق .

١٢- وضع ضوابط للأصول المالية التى يجوز حوالتها إلى شركات التوريق حتى لا يتم توريق الأصول المالية المشكوك فى تحصيلها أو المتنازع عليها قضائياً أو المتوقف أصحابها عن السداد وبالتالي لا يتم نقل عبء مخاطر الديون

---

(1) Feldstien, " Self- Protcetion for Eimerging Markets Econemics", NBER, Working paper no 6907, Cambride Mass, 1998 p 6 .

مشار إليه : شذا جمال الخطيب ، د/ صعفق الركيبى " العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال " ، الطبعة الأولى ، ٢٠٠٢ ، القاهرة ، ص ١٥٢ .

المتعثرة إلى المستثمرين فى الأوراق المالية المصدرة بضمان هذه الديون بما يهدد نجاح نشاط التوريق .

١٣- الاهتمام لدعم وتنظيم سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق القواعد الدولية للإدارة Corporate Governance ، فضلاً عن العمل بالقواعد اللازمة للإفصاح والشفافية وتفعيل آليات حماية السوق من المخاطر غير التجارية .

١٤- السماح لشركة التوريق بإبرام عقود مبادلة أسعار الفائدة للحد من تقلبات أسعار الفائدة ، فإذا كانت الفائدة المستحقة لحاملى السندات فى مواجهة شركة التوريق ذات سعر متغير (مثال سندات توريق البنك العقارى العربى) ، وتخشى شركة التوريق أن تزيد عن الفائدة الثابتة أو المتغيرة التى تدرها محفظة التوريق فإنها تلجأ إلى إبرام عقود المبادلة على أسعار الفائدة وبمقتضي هذه الطريقة تلتزم شركة التوريق بسداد سعر فائدة متغير على السندات Floating Interest Rate على أصل مبلغ السندات المصدرة إلى طرف آخر ، فى حين يلتزم الطرف الآخر بدفع فائدة ثابتة Fixed Rate ، إلا أنه يفضل سداد الفائدة على القرض على أساس متغير ، وذلك بشرط أن تتم هذه العملية بغرض تحقيق المطابقة بين التدفقات النقدية للمحفظة والتدفقات النقدية لحملة السندات وأيضاً أن يكون الطرف الآخر من البنوك وذلك حتى لا تستخدم هذه الوسيلة للمضاربة غير المشروعة على أسعار الفائدة بدلاً من الحماية الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة .

١٥- إنشاء هيئة وطنية تساعد فى تنشيط السوق الأولى للقروض Primary Market Loan من خلال شرائها لقروض الرهن العقارى Mortgage Loansوإصدار أوراق مالية مضمونة لتلك القروض وذلك على نمط الهيئة الوطنية للرهن العقارى ( Ginne mae ) فى الولايات المتحدة الأمريكية .

١٦- الزام الجهات المنشئة Originators بشراء نسبة من إصدارات الأوراق المالية المضمونة ولتكن ١٠ % لتنشيط السوق الثانوى لهذه الإصدارات .

١٧- توريق ديون الدولة أو القطاع العام من خلال إصدار أسهم أو سندات مع سداد قيمة الدين بالعملة المحلية ، واشتراط استثمارها فى مصر ، ومنح المصرين ميزة ضريبية لاستقطاب الأموال المهاجرة ، وذلك على النحو الذى اتبعته شيلى فى توريق ديونها .

# الباب الثالث

# الباب الثالث

## عقود الخيارات وسوق الأوراق المالية المصرية

**تمهيد :**

الاستثمار فى الأوراق المالية التقليدية ( الأسهم والسندات ) ، من اكثر مجالات الأستثمار بأسواق المال ، والتطور الذى لحق هذه الأسواق أدى إلى ظهور أدوات مالية مستحدثة ، يطلق عليها المشتقات المالية Financial Derivatives .

وقد ساعد على ظهور المشتقات المالية ، التطورات التى شهدتها الأسواق العالمية بعد إنهيار إتفاقية بريتون وودز عام ١٩٧١ ، والتى تمثلت فى تقلبات الأسعار بما فيها أسعار السلع، والفائدة، والعملات، والأوراق المالية التقليدية ، وأيضاً التطور الكبير فى تقنية المعلومات ، والكم الهائل من التشريعات والقواعد المالية المنظمة للتعاملات فى الأسواق المالية . (١)

وهذه العوامل مجتمعة أدت إلى تزايد حجم المخاطر على المستوى العالمى، وبالتالى الحاجة إلى ابتكار أدوات تساعد على الحد أو تدنية هذه المخاطر ، وقدمت صناعة الخدمات المالية العديد من الأدوات المالية Financial instruments لتفادى مخاطرالعمل التجارى Hedging ومن هذه الأدوات عقود الخيارات Option Contracts ، وعقود المستقبليات Future Contracts ، وعقود المبادلات Swaps Contracts ، وهذه الأدوات لم يعد بوسع باحث مهما علا قدره أن يلم بها جميعًا.

---

(1) Arlette, C.W. Gary & J.Barry, the Decision on Derivatives, Journal Of accountance, vol. 186, Nov. 1998, pp.24

ولذلك تنصب دراستنا على دراسة عقود الخيارات حيث تعتبر القاسم المشترك لعقود المشتقات المالية ، إذ نجد الخيارات على عقود المستقبليات Future For Option ، وأيضاً خيارات المبادلات Swap ion .

ومن أجل مواكبة التطور فى أسواق الأوراق المالية ، فقد تم وضع الأساس القانونى لعقود المشتقات المالية فى البورصة المصرية ، حيث نصت المادة ٤٦ من قانون التجارة رقم ٧ لسنة ١٩٩٩ على أن " تكون الأعمال المضافة إلى أجل صحيحة ولو فقد المتعاقدين منها أن تؤول إلى مجرد التزام يدفع فروق الأسعار بشرط أن تنفذ العملية فى سوق الأوراق المالية وأن تتعلق بصكوك مدرجة فى جداول أسعار هذا السوق ويصدر بتنظيم هذه العمليات قرار من الوزير المختص " .

ودراسة عقود الخيارات يتطلب التعرض لبيان عقود الخيارات والأدوات المشتقة الأخرى . فى " الفصل الأول " ، وتحديد أنواعها واستراتيجياتها " الفصل الثانى " ، ثم نبين آلية عمل هذه العقود فى الأسواق المتقدمة " الفصل الثالث " ، ثم نعرض الجوانب القانونية لهذه العقود " الفصل الرابع " ، وأخيراً التعرض لخيارات العاملين فى " الفصل الخامس " .

# الفصل الأول

# عقود الخيارات والأدوات المشتقة الأخرى

## تمهيد :

الخيارات من الأدوات المالية المشتقة ، وتشكلت نتيجة التطورات التى حـــدثت فى أسواق الأوراق المالية ، ودراسة هذه العقود يتطلب – بادىء ذى بدء – التعريف بالمشتقات المالية ومزاياها ومخاطرها فى " مبحث أول " ، ثم بعد ذلك نتناول ماهية عقود الخيارات ونشأتها التاريخية ومزاياها فى " مبحث ثان " والتفرقة بينها وبـــين الأدوات المالية المشتقة الأخرى فى " مبحث ثالث ".

## المبحث الأول

## التعريف بالمشتقات المالية ومزاياها

### المطلب الأول : التعريف بالمشتقات المالية

عرف البعض[1] المشتقات المالية Financial Derivatives بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية [Off Balance Sheet Items] وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

وهذا التعريف يتناول طبيعة المشتقات المالية من منظور القطاع المصرفى ويبرز دور المشتقات فى تعلية جانب الإيرادات من أعمال غير مصرفية .

كما تعرف بأنها أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو السلع أو مؤشرات الأسعار ، ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة ، إلا أنها قد

---

(1) The Arab Academy for banking and Financial Sciences, Risk Management Guide Line for Derivatives, 1996, p. 31.

تؤدى إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلاً عن المخاطر السوقية .

Derivatives are financial instruments which derive their value from underlying securities, commodities, or indices. They can be useded for hedging or speculation and give rise to cridet, legal fraud and market risk.(١)

كما تعرف فى لغة المال بأنها أداة أو ورقة مالية يعتمد فى عائدها على سلعة أخرى أساسية أو أكثر بدائية .

"In finance, a derivative is a financial instrument or security whose pay-offs depends on a more primitive or fundamental good".(٢)

وعرفها بنك التسويات الدولية Bank of International Settlements (BIS)، وهو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولى International Monetary Fund (IMF) بأن المشتقات المالية عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولا تتطلب إستثمار لأصل المال فى هذه الأصول (٣).

ومن التعاريف السابقة يتضح أنه لا يوجد خلاف حول تعريف المشتقات المالية بأنها أوراق مالية تشتق قيمتها من أدوات مالية أساسية أو سلع أو مؤشرات سوقية، وتمثل عقودًا مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية لمستخدميها .

---

(1) Hong Kong Monetary Authority, quarterly bullet may, 1995, Issue No. 3.

(2) Robert W. Kolb, futures, options and swaps, black wall publishers Inc., second editions, 1997, p. 2.

(3) Bank of international and settlements (BIS), Issues of measurement related to market-size and macro prudential risks in derivatives markets-basle Feb. 1995.

## المطلب الثاني : نشأة عقود المشتقات المالية :

تاريخ التعامل بالمشتقات المالية موغل فى القدم ، إذ يرجع إلى أكثر من ألفى عام قبل الميلاد ، حيث كان يعانى مزارعى الزيتون آنذاك من مخاطر انخفاض السعر لمحاصيلهم فى وقت الحصاد ، ولكى يتغلبوا على هذه المشكلة لجأوا إلى الدخول فى اتفاقات آجلة تمكنهم من الحصول على سعر محدد فى التاريخ المحدد للحصاد ، ومع بساطة هذا النوع من العقود وفائدته حول إشكالية المستقبل ، إلا أن هذا لا يدع مجالاً للمفاجأة عندما نعلم أنها تتمتع بتاريخ طويل .

بعض الكتاب يقول أنها تعود إلى العصور الرومانية واليونانية حيث تشير الدلائل إلى أن الأباطرة الرومان كانوا يبرمون عقودًا آجلة ليوفروا لشعوبهم القمح من مصر ، بينما أرجع بعض الكتاب أصل هذه العقود إلى الهند [١].

ولا يعد مبالغة القول بأن هذه العقود قديمة قدم التجارة ذاتها ، لكنها لم تظهر بشكل منظم إلا عام ١٨٤٨ عندما قامت مجموعة من رجال الأعمال بإنشاء بورصة شيكاغو للتجارة The Chicago Board of Trade (CBOT) ، وكان الهدف المبدئى من تنظيم هذه البورصة معايرة كميات، ونوعيات الحبوب Standardization the Quantities and Qualities of the Grains ، وبعد ذلك تم تطوير أول عقد من هذا النوع ويعرف بـ To Arrive Contract وبمقتضاه يلتزم أحد المزارعين بتسليم الحبوب إلى المشترى فى وقت لاحق مقابل سعر تم تحديده وقت إبرام العقد ، وكان ذلك فى عام ١٨٦٥ [٢].

---

(1) Robert W. Kolb, Futures, options and swaps, second edition, Blackwell Publishers Inc., p. 3.

(2) Don. M. Chance, an introduction to derivatives, Dryden press, New York, U.S.A., 1998, p. 264.

وقد وجد المضاربون ، فرصة ذهبية لتحقيق أرباح طائلة ، فانبثقت فكرة شراء وبيع العقود – الحبوب – بسعر معين فى الوقت الحالى وبيعه بسعر أعلى مستقبلاً بدلاً من شراء الحبوب نفسها وتحمل مسئولية النقل والتخزين . وهكذا ظهرت فكرة تداول العقد الذى يشتق يمته من الأصل ، وبدأ معها ما يعرف اليوم بالمشتقات المالية Financial Derivatives ، وبمرور الوقت حتى شرعت البورصات بوضع القواعد والنظم التى تحكم هذه العمليات .

وفى عام ١٨٧٤ لم يعد التعامل فى العقود الآجلة قاصرًا على القمح فقط، بل تعداه ليشمل منتجات أخرى ، فتأسس مجلس شيكاغو للبيض والزبد Chicago Board of Butter & Egg ، وتم إعادة تنظيمه عام ١٨٩٨ ، وتغير اسمه إلى بورصة شيكاغو للتجارة Chicago Mercantile Exchange والتى تعد حاليًا ثانى أكبر بورصة للعقود المستقبلية ، وبمرور الوقت أنشئت بورصة نيويورك للعقود المستقبلية The New York Futures Exchange ، وبدأت فى عام ١٩٧٩ كبورصة تابعة لبورصة نيويورك للأوراق المالية ، وفى عام ١٩٢٠ أنشئت أول غرفة للمقاصة لتقوم بتسوية المعاملات فى البورصة (١).

ويمكن القول أن بدء التعامل فى الأشكال المعروفة حاليًا من المشتقات يرجع إلى السبعينات من هذا القرن ، خاصة بعد افتتاح سوق شيكاغو للخيارات عام ١٩٧٣ ، وحين قامت الدول الكبرى بتعويم عملتها مما مهد الطريق لقيام سوق النقد الدولى International Monetary Market (IMM) ، والتى تعد سوقًا معاونة لبورصة شيكاغو للتجارة، والتى يقتصر التعامل فيها على العقود المستقبلية للعملات ، وفى عام ١٩٨٠ تم تقديم أحد العقود التى لقيت إقبالاً ونجاحًا وهى العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم Stock Index Contract (٢).

---

(1) Ibid , P 267 .

(2) David M . Weiss, After Trade is Made: Processing Securities Transactions, New-York Institute of Finance, (NYIF CORP), 1986, P226.

لذا يمكن القول أن المشتقات لم تقتصر على الفترة الأخيرة فقط ، وما حدث هو الاختلاف فى الحجم، وأهمية هذه الأسواق، وخير دليل على ذلك هو التنوع الهائل الآن فى عقود المشتقات وفى عدد المتعاملين ، وقد قفز حجم التعامل فى هذه العقود فى الفترة من ١٩٨٦ وحتى ١٩٩٦ حوالى ٣٠ مرة ليصل إلى ٣١ تريليون دولار[١] ، وفى عام ١٩٩٧ بلغ ٥٠ تريليون دولار ، وبلغ حجم التعامل السنوى بهذه العقود عشرة أضعاف التعامل السنوى فى بورصات الأوراق المالية فى العالم[٢].

## المطلب الثالث : مزايا ومخاطر استخدام المشتقات المالية

اكتسبت المشتقات المالية شهرة واسعة فى السنوات الأخيرة، مع ملاحظة أن المشتقات المالية لا تتمتع كلها بنفس المزايا ولا تعانى كلها من نفس العيوب ، لذا فإن فوائد المشتقات المالية لا تنطبق كلها وبنفس الدرجة على جميع المشتقات، ونوجز فيما يلى مميزات ومخاطر استخدام المشتقات المالية فى الأسواق المالية :

### أولاً : فوائد المشتقات المالية :

#### ١ - اكتمال السوق : Market Completeness

السوق المكتمل هو الذى يمكن الحصول منه على - أى من - جميع المنافع والفوائد عن طريق تداول الأوراق المالية المتاحة فى السوق ، وإذا لم تكن الأدوات المالية المتاحة فى السوق متنوعة وثرية بالقدر الكافى فإن السوق لن يكون مكتمل[٣].

---

(١) المصرف العربى الدولى ، أساسيات إدارة المخاطر فى المنشآت غير المالية باستخدام المشتقات المالية ، النشرة الاقتصادية الربع سنوية ، إدارة البحوث الاقتصادية السنة الـ ١٤ ، العدد الثانى ، إبريل - يونيو ١٩٩٦ ، ص ٢٠٠ .

(2) Paul Goris "the legal aspect of swap", Graham & Trotman London, 1994, p. 371-375.

(3) Robert W. Kolb, futures, options, swaps, op. cit., p. 6.

A complete market is a market in which any and all identifiable pay offs can be obtained by trading the securities available in the market.

وتؤدى المشتقات المالية دورًا هامًا فى الأسواق المالية لأنها تساعد تلك الأسواق على الاقتراب من صفة الاكتمال ، فإذا كان هناك سوقان متماثلان فى كل شىء فيما عدا أن أحدهما به مشتقات مالية ، والآخر لا يوجد به، فإن الأول سوف يتيح للمتعاملين تحكمًا أكثر فى المخاطر التى تحيط بمحافظ أوراقهم المالية، وكذلك بعائداتها مما يحسن من أحوال المتعاملين بوجه خاص، والاقتصاد كله بوجه عام .

وإجمالاً يمكن القول بأن هذه الخاصية مرغوبة فى أسواق المال، لأنها تساعد المتعاملين فيها على رفع رفاهيتهم، بتمكينهم من تنفيذ احتياجاتهم فى التداول .

### ٢ - المضاربة : Speculation [١]:

تحيط بالمشتقات المالية سمعة Reputation بأنها تنطوى على عامل المخاطرة ، وبلا شك فإن هذه الأدوات تكون عالية المخاطرة عندما تكون بين أيدى متعاملين غير محترفين ، إلا أن المخاطرة المرتبطة بالمشتقات المالية ليست بالضرورة شرًا Evil ، لأنها توفر أدوات قوية للمتعاملين ذوى الخبرة الذين يتحملون مخاطر محسوبة، وعلى أسس قوية ، سعيًا وراء تحقيق أرباح كبيرة .

والعديد من هؤلاء المحترفين يفضلون المضاربة باستخدام المشتقات المالية بدلاً من استخدام الأدوات التقليدية فى المضاربة

Many investors prefer to speculate with derivatives rather than with the underlying securities.

وتسمح أسواق المشتقات للمتعاملين، بأن يأخذوا مراكز عديدة واسعة النطاق،

---

(١) The Arab Academy for banking and Financial Sciences, Options & Futures Securities Valuation and Trading strategies, 22/4/2007. P15.

من تلك التى تكون عالية المخاطرة والمساعدة على اكتمال السوق ، وعلى الرغم من أن المشتقات المالية من أدوات المضاربة إلا أنها ليست هى الوظيفة الوحيدة، ولا الأكثر أهمية، إلا أنها تناسب غرض المضاربة بصورة مثالية .

**٣ - كفاءة التداول : Trading Efficiency**

يستطيع المتعاملون الاستعاضة عن الاستثمار فى الأوراق المالية التقليدية ، بالتداول على المشتقات المالية فمثلاً الخيار Option يمكن أن يحاكى الأرباح أو الخسائر التى يحققها الاستثمار فى الاسهم التى عليها الخيار، وعقد مشتقات على أسعار الفائدة ، يمكن أن يكون بديلاً عن الاستثمار فى محفظة أوراق مالية تحتوى على أوراق مالية خاصة بسندات أو أذونات الخزانة .

وقد يجد المتداولون فى المشتقات المالية جاذبية من التعامل فى الأوراق المالية التقليدية، حيث أن تكلفة تداول المشتقات أقل بكثير من تكلفة التعامل فى الأوراق المالية التقليدية ، وهذا فى حد ذاته يعد أحد عوامل الجذب لتلك الأسواق ، ليس هذا فحسب ، بل إن بورصات العقود تتمتع بسيولة أكبر بالمقارنة بالأسواق الحاضرة ، حيث الأخيرة لا تستطيع أن تستوعب دائمًا الصفقات الكبيرة دون أن يؤدى ذلك إلى تغيير فى السعر ، والاسوق السائلة هى تلك التى تتمتع بحركة تداول نشطة، بالقدر الكافى الذى يسمح للمتعاملين بتداول السلعة بسعر قريب من قيمتها الحقيقية .

A liquid market is a market with enough trading activity to allow traders to readily trade a good for a price that is close to its true value.(١)

ولذلك قد يفضل المتعامل عقد مستقبليات مؤشر الاسم أو خيار على مؤشرات الاسم ليوفر فى تكاليف التداول والتمتع بمزايا التداول فى السوق السائلة .

---

(1) Robert W. Kolb, Futures, Options and Swaps, op. cit. p 7.

## ٤ - عملية المراجحة Arbitrage :

تشير المراجعة إلى تلك العملية التى يقوم بها المتداول لتحقيق أرباح نتيجة التعامل على ورقة مالية أو سلعة فى وقت واحد ، وفى سوق واحدة، أو فى سوقين مختلفين بقصد الاستفادة من فروق الأسعار ، والمراجح Arbitrageur هو الشخص الذى يقوم عملية المراحجة ، وعلى سبيل المثال هناك أسهم IBM والتى يتم تداولها فى كل من بورصة نيوريوك وبورصة الباسيفيك ، وإذا افترضنا أن سعر السهم فى نيويورك هو ١٠ دولار للسهم، وسعره في الباسيفيك ٩,٥٠ دولار للسهم فيمكن للمتداول أن يقوم بالشراء من بورصة الباسيفيك بـــ ٩,٥٠ دولار والبيع فى نيويورك ١٠ دولار ، محققًا ربحًا قدره ٥٠ سنت لكل سهم بأقل تكلفة ، وقد يقوم المتداول بالشراء آجلاً من بورصة الباسيفيك والبيع آجلاً من بورصة نيويورك (١).

وجدير بالذكر أنه فى البورصات المنظمة، فإذا قام عدد من المتداولين بعملية المراجحة على ذات الورقة فإن الشراء يرفع الأسعار فى هذا السوق ، والبيع يخفض الأسعار فى السوق الآخر ، وبذلك تزاول فروق الأسعار بالنسبة للورقة المالية الواحدة ، وتصبح كل بورصات العالم سوق واحدة . وتسير الورقة المالية كالماء فى اتجاه واحد من حيث تكثر إلى حيث تقل ، إلى أن تتوحد أسعار الورقة فى كل الأسواق ، وذلك وفقًا لما يعرف بقانون السعر الواحد The Law of one Price (٢).

---

(1) New York stock Exchange (NYSE), Glossary of Terms & Acronyms, p2.

(٢) وتتم عملية المراجحة فى حالة شراء الورقة المالية وبيعها فى ذات الجلسة من خلال نظام Same day trading ، إلا أنه قد يترتب عليها مخاطر فى حالة انخفاض سعر الورقة بعد عملية الشراء وبالتالى تحقيق خسائر ، وهذه العملية لا تتم فى ذات الوقت إذ يفترض القيام بالشراء ثم البيع فى ذات الجلسة وفى ذات السوق .

ويرى صاحب موسوعة المشتقات المالية " Kolb " ، بأن مفهوم المراجعة غير موجود بالأسواق المنظمة، وأن وجود المراجحة من الوجهة الأكاديمية، والتى تعنى التعامل فى السوق والحصول على الأرباح دون مخاطر وبدون استثمار ، يشبه ووجود نقود موجودة فى الشارع دون أن يأخذها أحد ، وكل من ذهب إلى وول ستريت يعلم جيدًا أنه ما من نقود تترك منثورة على أرضه ، وأنه لا جود لمفهوم المراجحة عند تسعير المشتقات المالية .

Kolbe, Futures, Options & Swaps, p, 8.

### ٥ - اكتشاف الأسعار (السعر الاستكشافى) Price Discovery :

تعد أسواق المشتقات المالية وسيلة فعالة لتوفير المعلومات عن توقعات المتعاملين للأسعار المستقبلية، وذلك لأن المشتقات المالية تساعد على نقل أحدث المعلومات المتعلقة بالسوق ، وعلى سبيل المثال تتضمن أسعار خيارات الأسهم معلومات ضمنية عن توقعات السوق حول التقلبات المنتظرة فى أسعار الأسهم ، ومن ثم تساهم المشتقات فى زيادة شفافية الأسواق ، وتقدم أسواق العقود خدمة توفير المعلومات مجاناً للجمهور .

### ٦ - إدارة المخاطر Risk Management :

توفر المشتقات المالية أداة لتمكين الأفراد والمؤسسات من إدارة المخاطر بالسماح لهم بتغطية مراكزهم فى الأسواق، حيث يمكن تحويل عبء المخاطر إلى أولئك الراغبين فى زيادة المخاطرة - المضاربين - من خلال إدارة رخيصة التكلفة للمؤسسات التى تقوم بها [1].

فمن يشترى عاجلاً فى السوق الحاضر Spot Market ويبيع آجلاً فى أسواق العقود المستقبلية أو الاختيارات Options & Futures Markets ، إنما يلجأ إلى ذلك بغرض تقليل المخاطرة، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو الأوراق المالية المشتراه فى السوق الحاضرة ، فإن ذلك يعنى بالضرورة على الجانب الآخر انخفاض الثمن فى أسواق العقود المستقبلية ، وبالتالى يمكن للمستثمر إعادة شراء ما تم بيعه بثمن أقل محققاً بذلك ربحًا Gain يعوضه ولو بقدر يسير عن خسارته فى السوق الحاضر .

---

(1) Don M. Chance, An Introduction to Derivatives, Op. Cit., p. 12.

**ثانياً : مخاطر إستخدام المشتقات المالية :**

المشتقات المالية تحمل عامل المخاطرة من حيث تعرض أسعارها للتذبذب ، فالإدارة الناجحة تتطلب معرفة عميقة للمبادئ التى تحكم عملية تسعير المشتقات المالية، لإمكان استخدامها كوسيلة للحد من المخاطر، وتتمثل هذه المخاطر في الأنواع الآتية :

**١ – مخاطر السوق Market Risk :**

وتتمثل في السلوك السعري المفاجئ للأصل في اتجاه واحد، والذي ينشأ عنه تقلبات سعرية مفاجئة في الأداة المشتقة .

**٢ – المخاطر الائتمانية Credit Risk :**

وهي المخاطر الناشئة عن عدم وفاء الطرف المقابل بالتزاماته التعاقدية المحددة في عقود المشتقات، وينتج عنها خسارة تتمثل في تكلفة الاستبدال [١] .

**٣ – المخاطر التشغيلية Operational Risk :**

وتنشأ في مجال الأعمال مثل مخاطر عدم تسوية عمليات الأوراق المالية، وهي ناتجة عن عدم الكفاءة في الإدارة ، وهذه الشريحة أيضاً تتضمن مخاطر قانونية مثل عدم صلاحية الطرف المقابل للتعاقد أو رفض المحكمة الاعتراف بنص معين في العقد [٢] .

**٤ – المخاطر التنظيمية : الرقابة والإشراف Regulation and Supervision** [٣]

يقصد بهذه المخاطر تلك الناشئة عن قيام المنظمين بفرض تكاليف ومخاطر

---

(١) جاسم حدب متعب ، " المشتقات – أحد تحديات أسواق المال العربية ، المؤتمر السنوى الثالث بعنوان " ما بعد الإصلاح المالى فى مصر " رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين ، كلية التجارة ببنها ، ١٠-١١ نوفمبر ١٩٨٨ ، ص ٧٧ .

(٢) المرجع السابق ، ص ٧٧ .

(٣) د/ أحمد عبدالمطلب ، " المشتقات " ، دراسة غير منشورة ، ص ٣١ – ٣٢ .

جديدة علي المتعاملين بالسوق .

والمنظمين ومراقبي السوق يهتمون بهذا النوع من المخاطر، الذي يؤدي بدوره إلي حدوث هزات عنيفة في الاقتصاد ككل ، وحيث إن العقود المشتقة بطبيعتها محددة وموحدة كما أن القواعد التنظيمية لها عادةً ما تكون عامة وغير مرنة ، وبالتالي فإن إخضاع هذه الأدوات إلي تنظيمات غير مرنة، وهياكل قانونية إدارية يخضع لها المنظمون ، يعتبر أمر غير منطقي ، وتأخذ هذه المخاطر أحد شكلين :

الأول : مخاطر تنظيمية " إجرائية " Procedural وهي أن التنظيمات تؤدي إلي خسائر مالية أو حالات قانونية غير محددة .

الثاني : مخاطر تنظيمية " حكيمة " Judgmental وتنشأ عن نقص المعلومات والكفاءة لدى المراقبين والمنظمين ، وصعوبة شرح استراتيجيات التداول الديناميكية للمراقبين في فترة زمنية قصيرة ، ومن ثم يمكن لهؤلاء أن يخرجوا بنتائج مبنية علي " التحفظ " ومن ثم يترتب عليها إجراءات تؤدي إلي الحد من النشاط .

**الأطراف المستخدمة لعقود المشتقات المالية :**

**The Users of Financial Derivatives**

الذين يستخدمون المشتقات Users of Derivatives فئتان: الأولى هم المستخدمون النهائيون الذين يدخلون هذه الأسواق بغرض التحوط As Hedgers ، أو لتكوين المراكز المالية Long and Short Positions أو بغرض المضاربة Speculation ، والثانية فئة المتاجرين فى الأوراق المالية Dealers (Traders) وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص، ويقومون بدور صانعى الأسواق Market Makers ، ويحققون أرباحاً تتمثل فى الفرق بين سعرى البيع والشراء Bid/Offer spread ومن خلالهم يتم تلبية احتياجات الفئة الأولى ، ويتم خلق سوق مستثمرة تسودها المنافسة الكاملة، وتتوفر للسوق بالتالى السيولة الكاملة .

وقد تم حصر مستخدمى المشتقات من الفئة الأولى فيما يلى : [1]

**١ - تجار التجزئة Retailer :**

ويستخدمون المشتقات بغرض حمايتهم من التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف .

**٢ - صناديق المعاشات Pension Funds :**

وذلك بقصد حماية العائد على الاستثمار فى السندات ، أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التى تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق .

**٣ - بنوك الاستثمار Investment Banks :**

تستخدم هذه البنوك المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق .

**٤ - الشركات العقارية Property Companies :**

وهى تلك التى تبيع المبانى والأراضى أو تعطى للغير الحق فى استخدامها بتأجيرها Leasing ، وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على السندات التى تمثل ديناً فى ذمة الشركة ، بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار النقدى .

**٥ - المصدرون والمستوردون Exporters and Importers :**

ويستخدم هؤلاء المشتقات ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات .

---

(١) أ.د. عدنان الهندى ، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعات المصرية العربية اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٦ ، ص ١٦ ، وقريب منه :

Paribas derivatives hand book 1993/494 published by Economy publications plc in association with Paribas capital markets.

## المبحث الثانى

## نشأة عقود الخيارات وماهيتها وأهدافها

### المطلب الأول: التطور التاريخي لعقود الخيارات : The history of Options

تشير البحوث إلى أن كتابات أرسطو اشارات إلى عقود الخيارات ، وكانت مستخدمة فى دولة الإغريق القديمة (٥٥٠ سنة قبل الميلاد) ، ولم يكن هذا الشعب الوحيد الذى يستخدمها ، فالفنينيقيون والرومانيون تعاملوا فى عقود بشروط مشابهة إلى حد كبير لعقود الخيارات الحالية .

وفى العصور الوسطى كانت المضاربات على مشتملات نبات التيوليب الهولندية Tulip Bulbs ، أمرًا معتادًا ، وقد ارتفعت أسعار هذه الشتلات ، الأمر الذى أشعل حمى المضاربة عليها ، فأنشئت سوقًا ثانوية لعقود خيارات الشراء Call Options من المزارعين على هذه الشجيرات، وذلك فى هولندا سنة ١٦٣٤م ، وبذلك يضمن المزارع أن يحصل على حق خيار لبيع الشتلات إلى التاجر ، وأما خيارات البيع Put Options فكانت تشترى من قبل الموردين Suppliers .

وفى نهاية القرن السابع عشر، ومطلع القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات فى إنجلترا ، ولكن بسبب تجربة هولندا فى شتلات زهور التوليب، واعتبار الخيارات من قبيل المضاربة صدر قانون فى عام ١٧٣٣م بإيقاف التعامل عليها ، إلا أنه كانت التعاملات تتم على الخيارات، ولكن بشكل غير رسمى حتى عام ١٨٦٠م ، وأعيد تداول الخيارات فى لندن حتى عام ١٩٣١م ، وأوقف التعامل عليها خلال الحرب العالمية الثانية ، وفى عام ١٩٥٨م أعيد تداول الخيارات فى لندن ثم امتد بعد ذلك فى أوروبا [١].

---

(1) Robert W. Kolb, Futures, option and soaps, op. cit., p. 4.

وبدأت عقود الخيارات فى الظهور فى الولايات المتحدة الأمريكية قبل أفول القرن الثامن عشر بقليل ، وكان يطلق على هذه العقود فى ذلك الحين (عقود الامتياز) "Privilege" ، وقد تعرضت هذه العقود لسوء استخدام من البعض ولكن فى عام ١٩٣٤م صدر قانون بورصات الأوراق المالية Securities Exchange Act of 1934م يسمح بالتعامل فى الخيارات، ولكنها تخضع لنظم ولوائح هيئة سوق الأوراق المالية Securities and Exchange Commission (SEC) ، ولم تجد إقبالاً فى البداية حيث لم تكن عقود نمطية "وكانت تقتضى التسليم الفعلى ، وتفتقر إلى الضمان كما كانت تفتقد إلى صانع السوق .

بينما شهد عام ١٩٧٣م ثورة Revolutionary فى سوق الخيارات حيث أقامت بورصة شيكاغو – أقدم بورصة للتجارة فى عقود السلع المستقبلية – بتأسيس بورصة للتعامل فى الخيارات على الأسهم فقط Chicago Board Options Exchange (CBOE) ، وبدأ التعامل فى خيارات الشراء Call Options Trading ابتداء من السادس والعشرين من إبريل عام ١٩٧٣ م ، بينما لم يبدأ التعامل على عقود خيارات البيع Put Options Trading قبل يونيو ١٩٧٧م، ومنذ ذلك الحين فإن العديد من البورصات على مستوى العالم – بدأت التعامل فى عقود الخيارات [١] .

وعلى الرغم من أن التعامل فى السوق غير الرسمية للخيارات Over The Counter (OTC) كان سابقًا على تداولها فى الأسواق المنظمة ، إلا أنه قد انخفض انخفاضًا شديداً لسنوات عديدة ، وفى السنوات الأخيرة شهدت السوق غير الرسمية (OTC) نشاطًا ملموسًا بعث فيها الحياة من جديد ، وإن كانت أغلب عقود الخيارات يجرى تنفيذها من خلال الأسواق الرسمية أو المنظمة [٢] .

---

(1) Vector L. Harper, "Handbook of investment products and services, 2nd Edition, New York institute of finance Aprent ice-Hall Company, p230.

(2) Ibid , p229.

ولقد تمت التعاملات فى أسواق الخيارات بصورة سريعة، حيث يشير التقرير السنوى لبورصة شيكاغو لعام ٢٠٠٥م إلى زيادة التعاملات فى السنوات الأخيرة بنسبة كبيرة ، فحيث لم تتجاوز إصدارات الأسهم المتعامل عليها ٢٥ إصدار ، وبعقود قليلة زادت بعد ذلك إلى ٤٦٨,٣ مليون عقد فى عام ٢٠٠٥ بزيادة قدرها ٣٠% عن عام ٢٠٠٤ حيث بلغ إجمالى العقود فى هذا العام ٣٦١,١ مليون عقد بزيادة قدرها ١,٩ مليون عقد خيارات أسهم Equity Options [١].

ويرجع النمو السريع لهذه الأسواق إلى رغبة المؤسسات المالية والشركات فى تحجيم مخاطرها بصورة أكبر وبتكلفة أقل من تكلفة العقود الآجلة ، ولهذا السبب تعتبر الخيارات من أكثر الأدوات المالية الحديثة استخدامًا ، حيث تعرضت شركات كثيرة فى الماضى إلى خسائر بسبب تقلبات الأسعار وارتفاع تكلفة التغطية Hedging .

## المطلب الثاني : ماهية عقود الخيارات Options Contracts

يشتق مصطلح الخيار من المعنى اللغوى له ، وهو مصدر "خاير" ، وخيار الشيء أفضله ، أى المختار المنتقى[٢] ، وفى اللغة الإنجليزية فإن كلمة Option تعنى حرية الإنتقاء [٣] .

ويعرف- فقهياً- بأنه عقد يمنح المشترى حقاً وليس التزاماً لشراء أو بيع سلعة بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة .

---

(1) Chicago Board Options Exchange 2005 Annual Report, Il, April 6, 2006.

(٢) محمد باشا ، الكافى، ١٩٩٢ ، ص ٤٢٧ .

(٣) البعض يطلق عليها عقود الاختيار ، ولا نحبذ ذلك حيث إن الاختيار يكون بين شيئين أو أكثر ، وفى اللغة الإنجليزية فإن كلمة Choose تعنى الانتقاء بين شيئين أو أكثر .Dictionary Oxford, 198.

"A contract giving the buyer the right (but not obligating) to buy or sell a commodity at a specific price for specific period of time"(١)

عرف Steve Krull الخيارات بأنها عقد بين مشترى وبائع "كاتب" يُعطى حقًا للمشترى فى شراء أو بيع أصلاً معينًا بسعر محدد سلفًا خلال فترة زمنية محددة مسبقًا . ويلتزم الكاتب (البائع) بتنفيذ ما يطلب إليه من خلال شراء أو بيع الأصل بالسعر المتفق عليه ، وللمشترى حق ممارسة تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه دون أدنى التزام من جانبه .

"An option is a contract between a buyer and a seller (writer) that gives the buyer the right to buy or sell an asset at a specified (exercise or strike, price) during a specified time period. The writer is obligated to honor the contract by purchasing or selling the asset at the exercise price. The buyer, on the hand is under no obligation to exercise his right".(٢)

بينما عرفته بورصة نيويورك بأنه شراء أوراق مالية تمثل حقًا أو دينًا على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بدلاً من التداول المباشر على الأسهم العادية ، ويعطى حامله الحق كى يستلم أو يسلم الأصل بشروط معينة ، وغالبًا لا يتم ممارسة هذا الحق ، والمكسب والخسارة تعتمد على الفرق بين سعر الشراء والبيع (٣) .

وقد عرفه "Chance" بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشترى ، يعطى لصاحبه "المشترى" حقًا ، وليس التزاماً عليه أن يشترى أو أن يبيع شيئًا فى تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد .

"An option is a contract between two parties a buyer and a seller - that gives the byer the right, but not obligation, to purchase or sell so monthing at a later date at a price agreed upon today".(٤)

---

(1) Paul M.Architzel, "overview of Futures Regulatory scheme", Egypt financial services project, USAID May 17, 2007, p3.
(2) Steve Krull, Nancy Hucking, the handbook of equity Derivatives, p. 6.
(3) New York stock Exchange (NYSE), Glossary of Terms & Acronyms, p2.
(4) Don. M. Chance, "Option and Futures", Published by the Dryden Press, Harcourt Brace, Javanovich College Publishers, p. 3.

وعرفه "William Sharpe"[1] بأنه عقد يمنح بمقتضاه مصدر الخيار (المحرر، الكاتب) الحق "Right" فى شراء أو بيع ورقة مالية أو سلعه بسعر متفق عليه، وقت تحرير الخيار فى خلال مدة زمنية أو تاريخ محدد .

ويبين من التعريفات المتقدمة اتفاقها فى المضمون ، وإن تباينت بعض الشيء فى حجم التفاصيل ، فقد تم التركيز على حقوق أحد أطراف عقد الخيار ، ويمكننا أن نعرف عقد الخيار بأنه اتفاق بين طرفين يمنح أحدهما – البائع – للآخر حقًا وليس التزاماً – المشترى – فى شراء أو بيع أصل مالى معين أو أداة مالية معينة بسعر متفق عليه فى تاريخ معين أو خلال فترة معينة ، نظير حصول البائع على ثمن محدد وقت إبرام العقد ويوضح الجدول رقم (١) التفرقة بين عقود المستقبلية والأوراق المالية الأساسية, ومن هذا التعريف نستخلص عناصره الأساسية أو أركان عقد الخيار وهى :

**١ – أطراف عقد الخيار :**

**أ – المشترى : Buyer :**

هو الطرف الذى له حق وليس التزاماً فى عقد الخيار ويمارس العقد إذا كان فى مصلحتة أو عدم ممارستة إذا كان فى غير مصلحته ، ويطلق عليه أيضًا حامل الخيار Holder .

**ب – البائع : Seller**

وهو الطرف الذى يقع عليه تنفيذ العقد فى حالة طلب المشترى ذلك ، وهو الذى يقوم بتحرير العقد لذا يطلق عليه المحرر أو الكاتب Writer أو المصدر Issurer .

**٢ – تاريخ التعاقد : Contracted Date**

وهو التاريخ الذى يبرم فيه العقد بين الطرفين المشار إليهما .

---

(1) William F. Sharpe, "investment", p470.

**٣ – تحديد محل التعاقد :**

ينبغى أن يتم تحديد الأصل المالى أو الأداة المالية محل التعاقد فقد تكون سلعة أو أوراق مالية ...إلخ ، وأيضًا يجب تحديد كمية العقد ونوعه ، فعلى سبيل المثال فإن حجم عقد خيار شراء الاسهم يتكون من ١٠٠ سهم .

**٤ – سعر التنفيذ أو التعاقد : Exerise / Strike Price**

وهو السعر الذى سيتم على أساسه التسوية Settlement بين طرفى التعاقد عند ممارسة الحق ، ويسمى أيضًا بسعر التعاقد حيث يحدد مسبقًا عند التعاقد ، وغالبًا ما يكون قريباً من سعر السوق عند التعاقد ، ويختلف عن سعر السوق Market Price وهو سعر الأصل المالى أو الأداة المالية فى تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق .

**٥ – تاريخ الانتهاء أو تاريخ التنفيذ : Expiration Date**

هو تاريخ ممارسة الحق ، ويكون فى اليوم المتفق عليه فى حالة الاختيار الأوربى أو أى يوم يقع ما بين تاريخ الإبرام – التعاقد – وتاريخ التنفيذ فى حالة الأسلوب الأمريكى .

**٦ – الثمن أو العلاوة أو المكافأة : Premium**

وتمثل العلاوة مبلغًا متفقًا عليه يدفعه مشترى حق الخيار Buyer إلى بائعه أو مصدره Writer/Issurer ، وتمثل تكلفة سعر حق الخيار لذا يطلق عليها (سعر الخيار) Option Price وهى القيمة السوقية لعقد الخيار، ويدخل فى احتسابها معادلات رياضية معقدة ، يتم حسابها من خلال برامج معينة بالحاسب الآلى ، وقد يباع هذا الحق أثناء مدة العقد إلى طرف آخر وبسعر مختلف عن السعر الذى دفعه مقابل حصوله على حق الخيار .

وبعد بيان ماهية عقود الخيارات ، علينا التعرف علي الهدف من وراء إبرام هذه العقود في المطلب التالي .

## المطلب الثالث : أغـراض عقـود الخيـارات

تستخدم عقود الخيارات لتحقيق الأغراض التالية :

### أ- أغراض التحوط ( Hedging )

العصر الحالي يتسم بالديناميكية والتغير المستمر ، ومن ثم وجد المتعاملون ( Dealers ) ضالتهم في عقود الخيارات من أجل تغطية المخاطر التي يتعرضون لها نتيجة التعامل في أسعار الفائدة والصرف وسوق الأسهم أو المعادن النفيسة ، وذلك في مقابل دفع علاوة معينة تمثل مقابل للمخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر من التعاقد (١) .

ويعرف التحوط بأنه شراء أو بيع عقود مستقبلية للحماية من مخاطر تغير الأسعار فى السوق الحاضر

"Baying or selling futures contracts to counter the risks of changing prices in the cash market"(٢)

وتمتاز عقود الخيارات عن غيرها من الأدوات المالية المشتقة، في أن الخسارة معروفة مقدماً بمقدار العلاوة المدفوعة ، كما أن الأرباح لا تتأثر في حالة اتجاه الأسعار في غير صالحه، إذاً في هذه الحالة لن يمارس حقه بموجب عقد الخيار، وسوف يشترى من السوق مباشرة ما يحتاجه بالسعر الأقل ، وذلك في حالة خيار شراء .

---

(١) البنك الأهلى المصرى ، المشتقات – خدمات مصرفية جديدة ، النشرة الاقتصادية ، العدد الثالث ، المجلد الثانى والخمسون ، القاهرة ، ١٩٩٩ ، ص ١٦ .

(1) Paul M.Architzel, "overview of Futures Regulatory scheme", Egypt financial services project, USAID May 17, 2007, p3.

**ب- أغراض المضاربة :**

حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته وذلك بارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ ، ويستفيد من تحركات الأسعار في السوق وتقلباتها بالزيادة نتيجة خبرته وتوقعاته [١] .

ومن ناحية أخرى فان عقود الخيارات تعتبر أداةً مضاربةً إذا كان الهدف من شراء الحق هو بيعه بسعر اعلي خلال فترات زمنية قصيرة ، هذا فضلاً عن شراء خيارات علي مؤشرات الأسهم تحد من عامل المخاطرة لاحتواء محفظته علي العديد من الأوراق المالية المتنوعة .

**ج- أغراض استثمارية :**

يعتبر شراء حق الخيار أداةً استثمارية بديلة عن شراء الأصل ، سيما وأن تكلفة عملية شراء حق الخيار أقل بكثير من شراء الاصل - كما سنرى لاحقاً- لحين انتظار توقع ارتفاع الأسعار في وقت استحقاق عقد ، وإذا كان الهدف هو شراء عقود الخيارات أو بيعها من بسعر أعلى خلال فترات زمنية طويلة أو ممارسة حق الخيار أي استلام الأصل محل التعامل ، فإنه يُعد هدفاً استثمارياً وليس بغرض المضاربة .

---

(١) د/ عبدالحميد البعلى ، المشتقات المالية فى الممارسة العملية والرؤية الشرعية ، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية ، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الاسلامية (٦) ، الكويت ، ديسمبر ١٩٩٩ ، ص ٢٠ .

## المبحث الثالث
## عقود الخيارات والأدوات المشتقة الأخرى

قد تتشابه عقود الخيارات مع غيرها من الأدوات الأخرى المشتقة ، لاسيما عقود المستقبليات وعقود المبادلة ، لذا نتناول هذين النوعين بإيجاز ، لإمكان إجراء مقارنة تحليلية لهما ، وإظهار الفروق بينهما ، وذلك كما يلى :

### المطلب الأول : عقود الخيارات والعقود المستقبلية

#### أولاً – ماهية العقود المستقبلية Futuers Contract :

هى نوع من العقود الآجلة[١] ، يجرى ترتيبها فى بورصات منظمة ، وهى اتفاق ملزم لطرفى العقد الآن (زمن Zero) ، لتبادل أصل استثمارى معين بمقابل نقدى ، بسعر يحدد وقت إبرام العقد ، إلا أن التسليم والسداد النقدى يتراخى إلى تاريخ مستقبلى محدد سلفاً [٢] .

وتتشابه عقود المستقبليات مع العقود الآجلة Forward Contacts فى أنهما تهتمان بتعاملات يتراخى تنفيذها إلى وقت محدد مستقبلى ، وتتضمنان تحديد كل من أصل الاستثمار محل العقود ، وسعره وكميته وقت تسليمه . إلا أنهما يختلفان من النواحى الآتية التى تبين تفاصيل أدق حول نوعى العقود :

---

(١) العقود الآجلة هى عقود يتم التفاوض عليها حاليًا ، وتعطى المتعاقد الحق والالتزام الكامل معًا لترتيب مبادلة على أصل استثمارى معين فى زمن مستقبلى محدد مسبقًا وبسعر يحدد مسبقًا أيضًا .

William F. Sharpe, "Investments", Prentice-Hall International Edids, p. 522.

(٢) العقود المستقبلية هى عقود معيارية "Standardization" ، من حيث مستوى الجودة ، وتواريخ الاستحقاق ، وحجم العقد ، وبالتالى إمكان تداول هذه العقود فى البورصات ، وبدأت بالسلع الزراعية ثم المعادن ، ثم الأصول المالية الأخرى ، الأسهم والسندات ، وشهد نهاية القرن العشرين العقود المستقبلية على الخدمات .

David M. Weiss, "After the Trad is Made : Processing Securities Transaction", pp. 232-233.

١ - العقود الآجلة هى عقود شخصية ، تفى باحتياجات معينة لأطرافها ومن ثم يقومون بصياغتها وفق ظروفهم ، ولذلك تتداول فى أسواق مالية غير منظمة ، فى حين أن عقود المستقبليات هى عقود نمطية محدد فيها الكمية ، النوعية ، تاريخ التسليم ، طريقة التسليم ، ولا يوجد مجال للتفاوض بين المتعاملين إلا على الأسعار ، وتتداول فى الأسواق المنظمة حيث تتميز بسيولتها نتيجة معياريتها ، وتقوم الحكومات برقابة وتنظيم أسواق المستقبليات[١] .

٢ - عقود المستقبليات يجرى تنفيذها فيما بين طرفين غالبًا لا يعرف أحدهما الآخر، حيث تكون غرفة المقاصة هى الطرف المقابل فى العقد ، وبالتالى فإنها لا تحمل مخاطر عدم تنفيذ الالتزامات الواردة فى العقد Default Risks فى حين أن العقود الآجلة تحمل هذه المخاطر فقد لا يقوم البائع بالتسليم أو المشترى بالسداد ، وذلك عند حدوث تقلبات فى الأسعار[٢] ، وأوضح مثال على ذلك فشل عقود الآجلات الخاصة بتسليم البترول الخام عند هبوط أسعاره فى بداية عام ١٩٨٦ بشكل كبير[٣] .

٣ - لا تتطلب العقود الآجلة إيداع أى مبالغ مالية قبل تاريخ التسليم ، بينما فى العقود المستقبلية يتطلب إيداع مبالغ مالية "الهامش" Margin يعتبر ضمانًا لالتزام المتعاقدين ، ويتم عمل تسوية يومية للمكاسب والخسائر لأطراف العقد ، وعادة لا يتم إنهاء العقد المستقبلى بالتسليم وإنما بالتسوية المالية ، حيث لا تتجاوز نسبة ٢% من العقود التى يتم إنهاؤها بالتسليم[٤] .

---

(1) Victor. L. Harper, "Handbook of Investment Products and Services", New York Institute of Finance, A prentice-Hall Company, Sec. Edition, 246-248.

(2) You-Lan, Zhu, Xiaonan WU, and I-Liang Chern, "Derivative Securities and Difference Methods", with Illustrations, Springer Finance, p. 9.

(٣) د. هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٥٦.

(4) William F. Sharpe, "Investments", Prentice-Hall International Editions, p. 528.

وبصورة عامة فإن العقود الآجلة ليست أدوات استثمارية بالمفهوم التقليدى ، بل إنها بالأحرى نوع من الاتفاقيات التجارية التى تعقد بين طرفين لتبادل أصل معين فى تاريخ مستقبلى ، وفيما عدا ما سبق فإنها تخضع لذات المبادئ الاقتصادية للعقود المستقبلية .

**ثانيًا – المقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيارات :**

**Futures and Options Compared**

العقود المستقبلية – كما أشرنا – لا تخرج عن كونها عقود آجلة تم تنميطها ، وتشبه عقود الخيارات فى بعض السمات , وتختلف عنها فى سمات أخرى ، وذلك على النحو التالى :

**١ – أوجه التشابه بين عقود الخيارات وعقود المستقبليات :**

أ – كلاهما عقود تتضمن اتفاقات بشأن أصل استثمارى ، يتراخى تنفيذها إلى تاريخ مستقبلى ، وبسعر يحدد وقت التعاقد .

ب – عقود نمطية حيث بنود عقود الخيارات، ووحدة التعامل ، وتاريخ التنفيذ ، وسعر التنفيذ نموذجية ، وفى عقود المستقبليات هناك وحدة التعامل ، وتواريخ التنفيذ ومستوى جودة الأصل ، وحدود التقلبات السعرية التى يطلق عليها Tick Size ، وأسعار التنفيذ أيضاً نموذجية (١) .

جـ– يتم تداول كلا النوعين فى الأسواق المنظمة "البورصات" وتخضع لإشراف جهات رقابية ، وينطويان على الرافعة المالية ، حيث أن طرفى التعاقد لا يدفع إلا مبلغًا ضئيلاً عند التعاقد يطلق عليه الهامش المبدئى Initial Margin ويمثل نسبة من قيمة الأصل محل العقد .

د – وجود جهة مقاصة Clearing House تكون بمثابة البائع للمشترى والمشترى للبائع ، لضمان التزامات الأطراف فى كل عملية تداول ، وتقوم بعمل تسوية يومية Daily Settlement يطلق عليها توفيق الحساب مع السوق

---

(1) Victor. L. Harper. Handbook of Investment Product Services, p. 247.

Marking-the-account-to-marked وفى هذه العملية يتم استبعاد أية خسائر من حساب المتعامل وإضافة أية أرباح إلى حسابه يومياً [1].

هـ- فى كلا العقدين يمكن للمتعامل التخلص من التزاماته بأخذ مركز عكسى، وذلك بالبيع لمن سبق وأخذ مركز طويل أو الشراء لمن سبق وأخذ مركز قصير ، هذا فضلاً عن المحاسبة على فروق الأسعار بدلاً من التسليم المادى للأصل محل التعاقد ( التسوية المالية ).

و - تهدف هذه العقود إلى حماية المستثمرين من تقلبات الأسعار من خلال استراتيجيات التحوط Hedging ، وكذلك تستخدم فى المضاربة على الأسعار .

**٢ - أوجه الاختلاف بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية :**

أ - العقد المستقبلى عقد حقيقى ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم الاتفاق عليه عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه فى العقد ، فى حين عقد الخيار يميز بين الحقوق والواجبات حيث ينصب على شراء حق (بيع أو شراء) أصل معين بشروط معينة ، وبالتالى يكون للمشترى حقٌ وليس عليه التزام ، بينما بائع الخيار يقع عليه عبء تنفيذ الالتزام حسب رغبة المشترى فى التنفيذ .

ب - مشترى الخيار يدفع علاوة Premium ، إلى البائع والتى يحتفظ بها سواء نفذ الخيار أو لم ينفذ ، ومقابل ذلك يحق للمشترى أن يتخلى عن العقد مقابل نزوله عن العلاوة المقدمة ، فتكون هذه العلاوة تأمين ضد مخاطر تحركات الأسعار غير الملائمة ، وفى المقابل لا يوجد فى عقود المستقبليات هذه العلاقة بين الطرفين المتعاقدين[2] ، لذلك يتعرض المستثمر فى عقود المستقبليات لدرجة

---

(١) فى عقود الخيارات توجد مؤسسة تقاص الخيارات Options Clearing Corporation (OCC) ، وفى العقود المستقبلية يوجد بيت المقاصة Clearing House .

(2) Rosemary Erickson, George Steinbeck, the Language of Commodities, A Commodity Glossary, New York Institute of Finance, p139.

عالية من المخاطر تتجاوز تلك التى يتعرض لها المستثمر فى عقود الخيار ، حيث إن خسائر مشترى الخيار لا تتجاوز مقدار العلاوة ، بينما خسارة المستثمر فى عقود المستقبليات يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد .

ج - يدفع كل من طرفى العقد المستقبلى هامشًا Margin تتراوح غالبًا ما بين ٥% إلى ١٠% من قيمة العقد ، ويحسب على أساس نسبة التقلبات اليومية التى تسمح بها البورصة ، فى حين عقود الخيارات لا تتطلب هامش مبدئى إلا من البائع ، ولا يمكن شراء عقود الخيارات بالهامش وإنما يجب أن يدفع المشترى ١٠٠% من سعر الشراء[١] .

د - عقود الخيارات تمارس فى أى وقت من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ انتهاء الصلاحية - وفقًا للأسلوب الأمريكى - بينما عقود المستقبليات لا تمارس إلا فى التاريخ المحدد لانتهاء العقد .

"Contract Option may be Either Trader or exercised any Time after Purchase until Expiration. No Delivery can be made or demanded on a Futures Contract until the "Spot" Month Arrives"[٢].

---

(١) والهامش المبدئى إيداع نقدى أو أوراق مالية لضمان أداء التزامات المتعاملين وتحدد من قبل هذه البورصات فى أسواق الخيارات والمستقبليات .

Initial Margin, Cash or Securities required as a good-faith to establish a specific, new position in the futures or option market. An initial margin amount is set by the respective exchange.

Rosemary Erickson on George Steinbeck, "The Language of Commodities", New York Institute of Finance, p. 90.

(2) Victor L. Harper, Handbook of Investment Products and Services, p. 260.

## المطلب الثاني : عقود الخيارات وعقود المبادلات

نعرض بإيجاز لمفهوم عقود المبادلات وأهدافها وأنواعها لإمكان إجراء التفرقة بينها وبين عقود الخيارات كما يلى:

### أولاً: مفهوم عقود المبادلات:

اتفق الكتاب علي تعريف عقد المبادلة بأنه اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية خلال فترة زمنية معينة [١] فعلي سبيل المثال يوافق الطرف الأول ( A ) علي أن يدفع نسبة فائدة ثابتة Fixed rat علي مبلغ معين ( فرضاً مليون دولار ) للطرف ( B ) مقابل قيام الطرف الثاني ( B ) بدفع نسبة فائدة متغيرة Floating rate للطرف الأول ( A ) علي نفس المبلغ المحدد ومقداره مليون دولار وذلك لمدة خمس سنوات، والأطراف المتعاقدة تسمى Counterparties، وهذا التعامل كما هو الحال في معظم التعاملات المالية يحتاج إلي وسيط، الذي يجمع بين الطرفين اللذين لا يعرفان بعضهما ولا يعرف كل منهما احتياجات الآخر، ويساعد علي إتمام الصفقة ويسمى " مسهل المبادلة " Swap facilitators، وهؤلاء يمكن أن يقوموا بدور الوكلاء أو الوسطاء ( السماسرة ) ، كما يمكنهم القيام بدور المتعاملين " Dealers " في حالة التعامل لحسابهم الشخصي، بأن يكونوا هم الطرف المقابل Counterparties في العمليات التي يكون طرفها العميل [٢] .

ويمكن إرجاع نشأة هذه العقود إلي عام ١٩٧٠م عندما طور تجار العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية علي تحركات العملات الأجنبية، أما أول عقد

---

(1) Don. M. Chance, an introduction to derivatives, Dryden press, New York, U.S.A., 1998, p. 264. See also Robert W. Kolb, futures, options and swaps, black wall publishers Inc., second editions, 1997, p613.

(٢) Kolb, Futures, options, swaps, p614.

مبادلة لأسعار الفائدة، يرجع إلي عام ١٩٨١م نتيجة اتفاق بين شركة IBM مع World bank ومنذ ذلك الحين فقد نمت سوق المبادلات، ودخلت مبادلات السلع والضرائب، وتجاوزت قيمتها (8) ثمانية ترليونات من الدولار الأمريكي في قرابة تسعينات القرن الماضي [١] .

**ثانياً: أهمية عقود المبادلات:**

تكمن أهمية عقود المبادلات في دورها الفعَّال عند التحوط من المخاطر المختلفة، والبحث عن تكلفة أفضل لتمويل المشروعات، ومحاولة تحقيق أرباح عن طريق توقع تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وذلك كما يلي:

**١- تغطية المخاطر Hedging:**

تستخدم عمليات المبادلة في إدارة المخاطر والتحوط Hedging and Risk Management من ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية ، فمن يقترض بالدولار ويخشى ارتفاع أسعاره يمكنه القيام بعملية مبادلة يضمن بها تسديد القرض بعملته الوطنية [٢] ، وعلي مستوى التحوط ضد أسعار الفائدة يمكن مبادلة الالتزامات ذات المعدل الثابت بأخرى متغيرة سواء بنفس العملة أو بعملة أخرى.

---

(١) أ.د/ هوشيار معروف ، الأستثمارات والأسواق المالية ، ص ١٦٧.

(٢) والمثال على ذلك ما قام به البنك المركزى التونسى فى مارس ١٩٩٤م من اقتراض مبلغ قدره ثلاثون بليون ين من السوق اليابانية عن طريق طرح سندات فى اليابان مدتها ١٠ سنوات ، يتم بعدها تسديد أصل القرض دفعة واحدة على أن تسدد الفوائد خلال هذه المدة بواقع 5.85 % سنوياً ، ولتجنب تقلبات أسعار الصرف المرتبطة بالقرض لجأ البنك المركزى التونسى إلى آلية مبادلة العموﻻت Currency swap لجزء من القرض فقام بتحويل مبلغ ١٥ بليون ين يابانى إلى الفرنك الفرنسى ، و٥ بليون ين إلى الدولار الأمريكى واحتفظ بباقى القرض بالعملة الأصلية .

انظر : د/ مجدى محمود شهاب ، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية ، دار الجامعات الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، ١٩٩٨ ، ص ٩٥ .

**٢- تخفيض تكلفة التمويل :**

قد تبرم بهدف تخفيض تكلفة تمويل مشروع معين من خلال الاستفادة من ميزة يمتلكها كل من طرفي العقد، وبمبادلة هذه الميزة بميزة مشابهة في سوق آخر يستفيد الطرفان ، ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي:

تمتلك الشركة (أ) أصولاً تدر عليها دخلاً متغيراً، والشركة (ب) أصولاً تدر لها دخلاً ثابتاً، ترغب الشركة (أ) في الحصول علي تمويل في شكل سندات بمعدل فائدة ثابت، والشركة (ب) في شكل سندات بمعدل فائدة متغير، في هذه الحالة يكون من المناسب أن يبرم الطرفان عقد مبادلة بمقتضاه يتولى كل طرف سداد التزامات الطرف الآخر، وبالتالي يمكن للطرفين الحصول علي تمويل بشروط أفضل وربما بتكلفة أقل أيضاً.

**٣- الاستثمار في أسواق جديدة:**

تسمح عقود المبادلة لأطرافها باقتحام أسواق كانوا غير قادرين علي دخولها، فعلي سبيل المثال، يجب أن تتمتع الشركات التي ترغب في إصدار سندات بالين بمركز ائتماني عال، فالشركة التي لا تتمتع بالحد الأدني المطلوب في الجدارة الائتمانية قد تصدر سندات بإحدى العملات (عادة ما تكون بالدولار) وترتب عملية مبادلة swap وتحول التزامها إلي ين [١] .

## ثالثاً : أنواع عقود المبادلات

تتعدد عقود المبادلات ولكن النوعين الأكثر شيوعاً هما مبادلات العملة ومبادلات أسعار الفائدة.

---

(١) برايان كوين ، مبادلات العملات ، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ، القاهرة ، ٢٠٠٥ ، ص ٧٧ .

١- عقود مبادلات العملة currency swaps:

مبادلة العملة هي اتفاق علي تبادل التزامات بدفع فائدة وبسداد مبلغ أصل القرض بإحدى العملات، في مقابل استلام فائدة ومبلغ أصل القرض بعملة أخرى ويتم هذا العقد علي مرحلتين : شراء أو بيع عملة معينة، ولتكن الدولار الأمريكي، مقابل عملة أخرى ولتكن الإسترليني، بشكل فوري spot مع الالتزام بالقيام بعكس هذه العملية في وقت لاحق forward [١] .

وغالباً ما يبرم ذلك النوع من العقود لاحتياج شخص إلي مبلغ بعملة معينة لمدة مؤقتة، مع استعداده لاستبداله مرة بعد مرور تلك المدة ، ولتوضيح ميكانزم إتفاقيات مبادلة العملة نضرب المثال التالي:

يستطيع الشخص (A) – أمريكى الجنسية – أن يقترض في الولايات المتحدة الأمريكية بسعر فائدة ٩%، في حين أن الشخص (B) – ألمانى الجنسية – عليه أن يدفع ١٠% إذا رغب في الاقتراض من الولايات المتحدة الأمريكية وأيضا يستطيع الشخص (A) أن يقترض في ألمانيا بسعر فائدة ٨% في حين أن شخص (B) يستطيع الاقتراض في ألمانيا بسعر فائدة ٧% فقط.

وبفرض أن (A) يرغب في عمل مشروع في ألمانيا، ويحتاج إلي ماركات، بينما (B) يرغب في عمل مشروع في الولايات المتحدة الأمريكية ويحتاج إلي دولارات، وبفرض أن سعر الصرف ٢ مارك = ١ دولار، و(B) يحتاج مليون دولار، و(A) يحتاج ٢ مليون مارك ، وقد قررا الإقتراض من مصادرهما المحلية وإجراء مبادلة بينهما، وبحيث يتحمل كل منهما سعر الفائدة الذي كان يفترض أنه سيتحمله الطرف الآخر لو اقترض من السوق الخارجية.

---

(١) د/ عرفـــات تقـــى الحسينى ، التمويل الدولى ، دار مجدلاوى للنشر ، عمان ، ٢٠٠٢ ، الطبعة الثانية ، ص ١٨٥ .

**الخطوات:**

١- يذهب كل من A, B إلي مصارفهم المحلية ، (B) يقترض ٢ مليون مارك ويتفق مع البنك علي سعر فائدة ٧% أو مبلغ ١٤٠٠٠٠ مارك سنوياً ،و(A) يقترض ١ مليون دولار ويتفق مع البنك علي فائدة ٩% أو مبلغ ٩٠٠٠٠ دولار سنوياً .

٢- يتم إجراء مبادلة عملة بين A, B:

-B يحصل علي مليون دولار ، ويتفق علي دفع ١٠% فائدة سنوية بالدولار لـــ A

-A يحصل علي ٢ مليون مارك، ويتفق علي دفع فائدة سنوية ٨% بالمارك لـــ B

٣- يدفع كل من الطرفين لآخر الفائدة السنوية بفرض أن سعر الصرف هو ٢ مارك = ١ دولار.

B يستحق عليه ١٠٠٠٠٠ دولار فائدة ، A يستحق عليه ١٦٠٠٠٠ مارك فائدة ومن ثم فإن B يدفع ٢٠٠٠٠ دولار فقط وهو الصافي الذي يتم تحويله ، ويلاحظ أن سعر الصرف هو السائد وقت سعر الفائدة.

٤- والآن يقوم الطرفين بسداد المستحق عليه للبنك :

-B يسدد للبنك الألماني مبلغ ١٤٠٠٠٠ مارك وهو في المقابل حصل علي ١٦٠٠٠٠ مارك من A أي بمكسب ٢٠٠٠٠ مارك

-A يسدد للبنك الأمريكي مبلغ ٩٠٠٠٠ دولار وهو في المقابل حصل علي ١٠٠٠٠٠ دولار من B إي بمكسب ١٠٠٠٠ دولار

ومن ثم فقد استفاد الطرفين من المبادلة فحقق (B) ربحاً ٢٠٠٠٠ مارك وحقق (A) ربحاً ١٠٠٠٠ دولار.

٥- وبعد مرور خمس سنوات ( مدة المبادلة ) يتم إعادة المبلغ الأصلي محل المبادلة:

-B يحصل علي ٢ مليون مارك من (A) ومن ثم يرد الدين للبنك الألماني

-A يحصل علي ١ مليون دولار من (B) ومن ثم يرد الدين للبنك الأمريكي.

٢- مبادلة أسعار الفائدة interest rate swaps:

مبادلة أسعار الفائدة هي اتفاقية بين طرفين بمقتضاها يتم تبادل مدفوعات الفائدة وفقاً لصيغ معينة

" An interest rate swap is an agreement in which two parities sometimes called counterparties to exchange interest payments according to specific formulas "(١).

وتهدف عقود مبادلة أسعار الفائدة إلي التحوط من تقلبات أسعار الفائدة خلال فترة معينة حيث يلتزم كل من الطرفين بالوفاء بسعر الفائدة المحدد لقرض الطرف الآخر، لكونه أكثر ملاءمةً لظروفه سواء من ناحية ثبات أو تغير سعر الفائدة أو من ناحية نوع عملة القرض التي يتم بها سداد الفائدة (٢) .

وفي مبادلة الفائدة يمكن استخدام عدد من الأسعار المرجعية، وأكثرها شيوعاً LIBOR+ معدل ما، وليس هناك حاجة لإجراء مبادلة فعلية للمبلغ النقدي محل المبادلة national principal .

وأكثر أنواع مبادلات الفائدة شهره ما يعرف بمبادلات فانيليا سادة plain vanilla أو Generic swap ، ويقصد بها مبادلة سعر فائدة ثابت بسعر فائدة متغير fixed for floating rate ، حيث يوافق أحد الأطراف علي أن يؤدي مدفوعات فائدة ثابتة إلي الطرف الآخر علي مقدار معين من المال بينما يوافق الطرف الآخر علي أن يؤدي مدفوعات فائدة بسعر متغير متفق عليه يطلق عليه reference rate وهو سعر معوم floating .

---

(١) Investor Dictionary.

(٢) أ.د/ محمد صالح الحناوى ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، الدار الجامعية ، ١٩٩٩ ، ص ٣٩ .

### ٣- عقود المبادلة المركبة:

لقد تفرع عن النوعين الرئيسين للمبادلات العديد من الأنواع الأخرى والتي تبتكر كل يوم، تلبية لاحتياجات الأسواق العالمية، ونشير إلي نوعين من عقود المبادلات المركبة وهما عقود مبادلات الأسهم وعقود خيارات المبادلات.

### أ- عقود مبادلة الأسهم Equity swap share swap :

" وبموجبها يتم الاتفاق بين طرفين، يملك أحدهما أسهما تدر عليه أرباحا بنسبة معينة ويملك الآخر نوعاً مغايراً من الأسهم تدر عليه أرباحا بنسبة مختلفة ، علي تبادل المراكز القانونية بحيث يحصل كل منهما علي الفوائد التي تدرها أسهم الآخر لمدة معينة يعود بعد انتهائها كما كان " (١) .

بينما عرفها صندوق النقد الدولي بأنها " مبادلة من خلالها أحد الأطراف يقايض معدل عائد متصل بالاستثمار في سهم معين، بسعر عائد علي الاستثمار في سهم آخر، كمقايضى أسعار العائد علي مؤشرات أسهم مختلفة أو بسعر عائد في غير الاستثمار في الأسهم.

"Equity swap : a swap in which one party Exchange a rate of return linked to an equity investment for either the rate on anther equity investment such as swapping rates of return on different equity indices, or for the rate of return of a non- equity investment such as an interest rate Net cash settlement payments are usually made " (٢).

ويبين من التعريف المتقدم أن الشرط الجوهري في هذا النوع أن تكون مدفوعات أحد الطرفين علي الأقل تقدر بسعر سهم أو مجموعة أساسية من الأسهم العادية أو مؤشر أسعار الأسهم العادية أو سعر ثابت أيضاً.

---

(١) البنك المركزى المصرى ، المجلة الاقتصادية ، مجلد (٣٥) ، العدد الرابع ، ١٩٩٤ / ١٩٩٥ ، ص ١٠٧.

(2) IMF, Working paper 1998, statisties Department, Prepared by Robert. M.Heilh, March 1998.

ولما كان مبادلة الأسهم ( SHAR SWAP ) من الأدوات المتعارف عليها في أغلب أسواق المال المتقدمة، والصاعدة وتساعد مبادلة الأسهم علي خلق كيانات كبرى والمساهمة في إصلاح أوضاع بعض الشركات، وتتم بغرض الاستحواذ أو الاندماج، ونادراً ما تحدث في حالات أخرى.

وقد تم استحداث هذه الآداة في مصر في إطار تطوير سوق الأوراق المالية بتعديل المادة ٢٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بما تجيز مبادلة الأسهم مقابل الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال [١]، ويقصد بمبادلة الأسهم وفق هذه المادة أن يتنازل حامل السهم في الشركة المعينة عن سهمه مقابل حصوله علي أسهم في شركة أخرى بمناسبة زيادة رأس المال .

وحيث إن هذا التعديل يسمح بمبادلة الأسهم في حالة زيادة رأس المال، وبالتالي لا تجيز هذه المادة التبادل المباشر للأسهم، فقد تم تعديل اللائحة التنفيذية بإضافة الباب العاشر بشأن عروض الشراء بقصد الاستحواذ والاندماج حيث أجازت المادة ٣٢٦ من هذه اللائحة التبادل المباشر للأسهم، ويقصد به تنازل مالكي أسهم إحدى الشركات المستهدفة بالعرض ( المقدم بشأنها عرض شراء ) مقابل حصولهم علي أسهم في شركة أو أكثر يمتلكها مقدم العرض ( راغب الاستحواذ ) سواء بطريق التبادل المباشر للأسهم أو بطريق زيادة رأس المال في الشركة مقدمة العرض [٢] .

وقد أخذ المشرع المصري بنظام مبادلة الأسهم المطبق في الدول المتقدمة ، حيث يجب الإعلان والنشر عن العملية المزمع إجراؤها، بكافة البيانات الخاصة

---

(١) المادة رقم (٢٢) مستبدلة بقرار وزير الأقتصاد رقم ٧٠٩ لسنة ٢٠٠١ ، الوقائع المصرية ، العدد (١٧) ( تابع ) فى ٢٠٠١/٩/٢٣ .

(٢) الباب الثانى عشر مضاف بقرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ فى ٢٠٠٧/١/٣١ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال .

بالشركتين موضوع التبادل ، هذا فضلاً عن تقديم دراسة تقييم لأسهم الشركات المعنية والإفصاح من الشركة ذاتها .

والهدف من هذا التعديل هو التغلب علي طول إجراءات اندماج الشركات والاستحواذ عليها حيث يوفر نظام مبادلة الأسهم share swaps للمستثمرين وسيلة سريعة لإتمام عمليات الاستحواذ بغرض الاندماج، هذا فضلاً عن أن هذه العملية توفر ذات الإعفاءات الضريبية الناشئة عن الأرباح الرأسمالية فعملية المبادلة لا تخضع لهذه الضريبة وإن تمت بالقيمة العادلة فإنه لا توجد أرباح تحققت، فمن المتعارف عليه محاسبياً أن زيادة رأس المال بقيمة تزيد عن القيمة الاسمية يحول الفارق في القيمة إلي الاحتياطيات مباشرة.

**ب - المبادلات الخيارية Swapping :**

يجمع هذا النوع بين خصائص المبادلات التقليدية، وخصائص الخيارات، إذ يستمد خاصية رئيسية للخيارات في أن للمشترى الحق وليس عليه التزام في تنفيذ عقد المبادلة من عدمه.

ويعرفها " ميرتون [1] " بأنها عقد بين طرفين بمنح أحدهما للآخر الحق في تنفيذ مبادلة معينة في المستقبل، بشروط يتفق عليها، في مقابل مبلغ معين يحصل عليه مانع الحق يمثل سعر الخيار ، ويعرض ميرتون المثال التالي :

الشركة (A) قامت بشراء مبادلة خيارية مدتها ثلاثة شهور، من الشركة (B)علي مبلغ افتراضي ١٠٠ مليون دولار، ولمدة ٩ شهور بمعدل فائدة ثابت ٥%، ففي نهاية الثلاث شهور يحق للشركة (A) أن تمارس حق الخيار بالدخول في المبادلة أو عدم الممارسة، وبالتأكيد فان الشركة (A) تأخذ قرارها علي أساس أسعار الفائدة السائدة حينذاك وأسعار الفائدة المستقبلية، فإذا قررت الشركة (A) الممارسة فإنها

(1) Ropert Merton, scot.p. Mason, "case in Financial Engineering", prentce Hall, upper saddle River, New Jersey, p. 547.

تدفع سعر فائدة ثابت ٥ % علي معدل ١٠٠ مليون دولار أمريكي كل ثلاثة شهور، في حين أن الشركة ( B ) تدفع سعر فائدة معوم على أساس الليبور علي ١٠٠ مليون دولار كل ثلاثة شهور، ويتم تسوية المدفوعات علي أساس الصافي " netting ".

**رابعاً : المقارنة بين عقود المبادلات وعقود الخيارات**

بعد أن تناولنا ماهية عقود المبادلات وأنواعها، يمكن مقارنة عقود المبادلات بعقود الخيارات من خلال الأوجه التالية:

١- عقود الخيارات هي عقود شديدة التنظيم ويتم تداولها في بورصات معينة، وتتميز هذه العقود بثبات الشروط من حيث الكميات وتوارخ الاستحقاق، بينما عقود المبادلات لها أسواق خاصة جداً بمعنى أنه ليس هناك من يعرف بالعملية سوى الأطراف فقط، حيث تمارس بمرونة عالية أثناء التفاوض علي المبلغ الأصلي، وفترة التسديد، أي تسمح بتنوع في شكل ، ومحتوى النقد حتى تاريخ الاستحقاق.

٢- فترات الاستحقاق في عقود الخيارات تتسم بالقصر النسبي عادة من سنة إلي سنتين، في حين فترات التسديد في عقود المبادلات تمتد من بضعة أسابيع إلي ثلاثين عاماً [١].

٣- تكاليف عقود الخيارات تتمثل في الهامش والعمولات، بينما تكاليف المبادلات عبارة عن عمولة السماسرة ( المتاجرين ) أي أنها منخفضة التكلفة low transaction costs .

٤- المبلغ الأساسي في عقود المبالادت مرتفع لا يقل عن مليون دولار، في حين أن هذا المبلغ يكون نمطياً في عقود الخيارات وقليلاً نسبياً.

٥- أسواق الخيارات تخضع للوائح حكومية، بينما أسواق المبادلات لا تخضع

---

(١) أ.د/ هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص ١٧٧.

لأية لوائح حكومية.

٦- اتفاقيات المبادلة من الصعب أن تتغير، وأن يوضع لها نهاية بمجرد البدء فيها، بينما في عقود الخيارات يمكن وضع نهاية لها من خلال بيعها أو أخذ مركز عكسي.

٧- في أسواق الخيارات لا يتعرض أطراف النقد لمخاطر عدم التنفيذ، حيث توجد مؤسسة تقاض الخيارات ( OCC ) التي تتدخل لتحل هذه المشكلة بأن تقوم بدور الطرف الآخر في العملية، في حين لا توجد مثل هذه المؤسسة في أسواق المبادلات، وبسبب قلة مصدقية طرفي الصفقة فإن السوق تقتصر علي عدد محدود من الشركات، والمؤسسات التمويلية، وكذلك مسهلي المبادلة، لذلك لا يوجد في هذه الأسواق متعاملين أفراد بعكس أسواق الخيارات.

# الفصل الثاني

# أنواع عقود الخيار واستراتيجياتها في إدارة المخاطر

Types of Option Contracts

تنقسم عقود الخيار إلى نوعين رئيسيين فقط وهما عقد خيار الشراء Call Option ، وعقد خيار البيع Put Option " إلى جانب أنواع أخرى فى " مبحث أول " ، ويتم عمل توليفات من هذين النوعين تستخدم كأستراتيجيات للحد من المخاطر فى " مبحث ثان " .

## المبحث الأول

## أنواع عقود الخيارات

نعرض للنوعين الرئيسيين للخيارات وهما خيارات الشراء " call option " مطلب أول " وخيارات البيع" Put option " فى " مطلب ثان " .

### المطلب الأول : عقد خيار الشراء Call Option :

خيار الشراء يعطى مالكه الحق لشراء الأصل الخاص بالخيار، بسعر محدد ولفترة زمنية محددة ، وقد عرفه "فرانسيس هيرست" بأنه عقد على دفع مبلغ مالى محدد نظير الحصول على حق شراء ورقة مالية معينة، فى تاريخ معين، وبالسعر المحدد بالعقد .

"The call option is a contract to pay the money for the right to buy a certain security on a given date at nemed price".(١)

وفى دراسة لبورصة ناسدك بالاشتراك مع جامعة Reading البريطانية عرفت خيار الشراء بأنه يعطى لمالكه الحق فى شراء كمية ثابتة ومحدد من أصل

(1) Francis Hirst, the stock exchange, a short study of investment and speculation, Dar El Kotob A-Misria, p. 126.

معين ، فى تاريخ معين مقابل حصول البائع على سعر محدد مسبقًا [١].

ويعرف بأنه عقد يعطى مشتريه حق، وليس التزام بشراء أصل أو سلعة معينة في المستقبل ( عقد مستقبلي ) بسعر التعاقد في أي وقت خلال فترة صلاحية الخيار [٢].

ويقوم المستثمرون المتفائلون فى السوق المالى "Bullish" [٣] بالتعامل بخيارات الشراء إذا توقعوا ارتفاع أسعار الأسهم محل الخيار فى السوق فى التاريخ المحدد مستقبلاً ، وذلك لأن أسعار الأسهم – محل الخيار – ترتفع مع خيارات الشراء الخاصة بها ، وبهذا يكون بمقدور المتعاملين أن يضاربوا على ارتفاع سعر الأسهم الخاصة بالخيارات ، دون أن يضطروا لشرائها نفسها .

ومثال لعقد خيار شراء نفترض أن أحد المتعاملين فى بورصة شيكاغو للخيارات تعاقد على عقد خيار شراء Call option لورقة مالية معينة، ولتكن xyz وتباع بسعر ٥٥ دولار، وعليها خيار شراء يباع بسعر (١٠) عشرة دولارت ، ويمكن ممارسة خيار الشراء بسعر ٥٠ دولار ولمدة ستة أشهر ، ويسمى سعر الممارسة Strike Price ، أما سعر الخيار البالغ عشرة دولارات فيسمى علاوة عقد الخيار Option Premium .

---

(1) NASD and University of Reading, "Certificate in Capital Markets, Regulation and Compliance", Cairo, Egypt 6-30 November 2006, p. 21.

(2) Call Option Contract that gives the purchaser the right, but not obligation, to enter into an underlying Futures Contract, to buy a commodity at a stated strike price any time prior to the options, Expiration date.( Rosemary Erickson, George steivbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p.26.

(3) bullish, someone who believes prices or the market will rise. (Rosemary Erickson, George steivbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p 21.

ومضمون هذا العقد هو إعطاء مشترى الحق فى شراء سهم xyz من بائع الخيار خلال الستة أشهر التالية بسعر ٥٠ دولار ، وذلك مقابل تقاضى بائع عقد الخيار (١٠) عشرة دولارات ثمن العقد وهو يتقاضاها سواء تم تنفيذ العقد أم لم يتم .

وإذا مارس المشترى العقد هنا سيحصل البائع على ٥٠ دولار قيمة سعر التنفيذ، ويلتزم بتسليم المشترى أسهم xyz ، وإذا انخفض سعر السهم إلى ٥٠ دولار أو أقل ، معنى ذلك أن المشترى لن ينفذ العقد، وهو غير ملزم بتنفيذه لأنه لن يحقق أية أرباح من تنفيذ مثل هذا العقد، وحيث من الثابت أن حملة الخيارات لا ينفذونها إلا إذا كان هذا السعر سيعود عليهم بالربح، إلا أن كاتب الخيار ملزم للتصرف تبعًا لمطالب حامل الخيار ونفس هذا الأمر ينطبق على عقد خيار البائع والاختلاف الوحيد هنا هو أن مشترى العقد له الحق فى بيع الأسهم فى أى وقت خلال الستة أشهر مقابل ٥٠ دولار .

لتوضيح استراتيجية عقود خيار الشراء Call Options سوف نطبق المثال السابق بخصوص أسهم xyz عمليًا مفترضين كافة الحالات الممكنة ، وكما أشرنا فإنه عند التنفيذ إذا كان سعر السهم فى السوق (S) يفوق سعر التنفيذ (X) فإن مالك أو مشترى الخيار سيقوم بالممارسة، ويحصل على ربح (S-X) ، أما إذا كان سعر السهم أقل من أو يساوى سعر التنفيذ، فإن مشترى الخيار لن يقوم بممارسة العقد وسيتركه ينتهى دون تنفيذ (يحصل على صفر) ، إذاً القيمة الحقيقية التى يحققها خيار الشراء عند انتهائه هى {(S-X) or / o} أيهما أكبر أى أن :

(قيمة الخيار) $C = \max [O, S-X]$

وتطبيقًا على مثالنا كان سعر تنفيذ عقد خيار شراء أسهم شركة xyz ٥٠ دولار ، فعند انتهاء فترة العقد وحلول تاريخ التنفيذ يكون أمامنا ثلاث افتراضات :

١ – إذا وصلت أسعار الأسهم فى السوق إلى ٥٥ دولار هنا تكون قيمة الخيار =

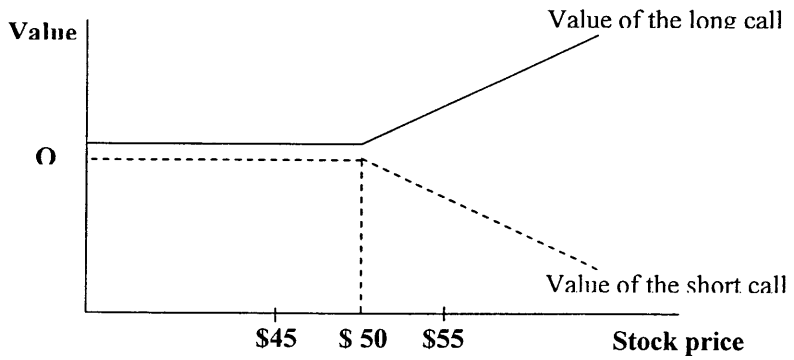
٥٥ – ٥٠ = ٥ دولار .

٢ – إذا بلغ سعر السهم السوقى فى تاريخ التنفيذ ٥٠ دولار تكون قيمة الخيار = ٥٠ – ٥٠ = صفر .

٣ – إذا بلغ سعر السهم السوقى فى تاريخ التنفيذ ٤٥ دولار تكون قيمة الخيار = صفر أيضًا لأن مالك عقد الخيار لن ينفذ العقد لأنه يحقق له خسارة قدرها ٥ دولار (٥٠ – ٤٥) ، وقيمة الخيار دائمًا تكون موجبة أو صفر ، ويبين الشكل رقم (١٧) هذه الحالات :

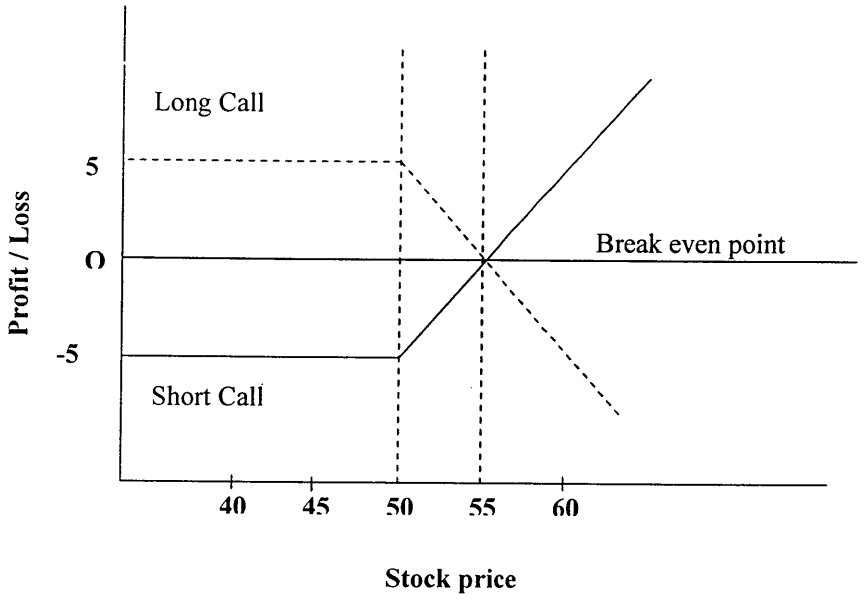
شكل رقم (١٧)

**Intrinsic Value Graph of a Call Option**




وبإدخال سعر العقد فى الاعتبار (premium) ويفرض أنه ٥ دولار يكون لدينا الشكل رقم (١٨) الذى يوضح أرباح وخسائر طرفى عقد خيار الشراء :

شكل رقم (١٨)




هنا تلاحظ أن مشترى العقد سيدفع ٥ دولار لبائعه، لذا عند تاريخ التنفيذ إذا كان سعر السهم أقل من أو يساوى سعر التنفيذ (X=50) أى أن القيمة الحقيقية للعقد تساوى (صفراً) هنا يخسر المشترى قيمة العلاوة ٥ دولار ويكسبها البائع، ويوضح الرسم البيانى رقم (١٨) أن بداية المشترى تكون سالبة حيث يدفع قيمة العلاوة بينما البداية بالنسبة للبائع تكون موجبة لأنه يحصل على قيمة العلاوة .

أما إذا تجاوز سعر السهم ٥٠ دولار وقت التنفيذ هنا يبدأ المشترى فى الربح وتصبح نقطة التعادل break even point [1] ٥٥ دولار بدلاً من ٥٠ دولار ونخلص من ذلك الي النتائج الآتية :

(1) The break even point stock Prices are simply the price plus or minus the premiums paid for the call and the put.( Don. M. Chance, "Option and Futures", Published by the Dryden Press, Harcourt Brace, Javanovich College Publishers, p221).

١ – أقصى خسارة يتحملها مشترى عقد الخيار قيمة العلاوة أى ٥ دولار .

٢ – نقطة التعادل = سعر التنفيذ (X) + العلاوة = ٥٠ + ٥ = ٥٥ دولار .

٣ – أقصى ربح يحققه المشترى غير محدود وكذا أقصى خسارة يحققها البائع .

٤ – مالك العقد سوف ينفذه فى حالة زيادة سعر السهم فى السوق عن سعر التنفيذ فقط ( حيث يضارب علي ارتفاع الأسعار في المستقبل ).

٥ – أقصى ربح يحققه البائع هو ٥ دولار (قيمة العلاوة) وذلك فى حالة عدم تنفيذ العقد ( حيث يضارب علي انخفاض الأسعار في المستقبل ).

٦ – مجموع الأرباح بين البائع والمشترى دائمًا تساوى (صفراً) أى مبارة ذات مجموع صفرى ، Zero sum game

٧ – وجود علاقة طردية بين السعر السوقى للسهم، وأرباح مشترى حق خيار الشراء بينما وتوجد علاقة عكسية بين السعر السوقى للسهم وخسائر بائع حق خيار الشراء .

## المطلب الثاني : عقد خيار البيع Put Option :

عقد خيار البيع يعطى حامله الحق فى بيع ورقة مالية معينة بسعر محدد لمدة زمنية محددة .

"An option contract that gives the holder the right to sell the underlying security at a specified price for a certain fixed period of time".(١)

وهى عقود تتداول فى البورصات تعطى للمشترى الحق وليس الالتزام فى التعاقد المستقبلى لبيع سلعة – أخذ مركز قصير – بسعر التعاقد فى أي وقت خلال مدة صلاحية الخيار ، والبائع عليه التزام فى تاريخ الممارسة أن يستلم الأصل محل العقد المستقبلى (٢).

---

(1) Options Dictionary. http://www.cboe.com/learn center/ glossary_Mr.aspx@p.

(2) put Option, an Exchang- traded option Contract that gives the purchaser the right, but not the obligation, to enter onto an underlying Futures Contract, to be short the commodity, the grantor of the put has the obligation, upon Exercise, to deliver the short Futures contract". (Rosemary Erickson, George steivbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p.141.

ويعرفه البعض [1]بأنه عقد يعطى حامله الحق فى بيع أصل معين فى أو خلال تاريخ محدد مقابل سعر محدد .

"A put option gives the holder a right to sell the underlying asset at or by a certain date for a specified price".

بينما عرفه "فرانسيس هيرست" [2] بأنه عقد على دفع مبلغ من المال تعطى الحق فى بيع ورقة مالية معينة فى تاريخ ،معين بالسعر المسمى بالعقد .

"The put is a contract to pay money for the right to sell a certain security on a given date at a named price"

ورغم أن أغلب التعريفات قد تناولت الأوراق المالية على أساس أنها الأصول محل التعاقد غير أن ذلك ليس مقصودًا فى ذاته ، إذ يمكن لغير الأوراق المالية أن تكون محلاً للتعاقد فالعملات ، ومؤشرات الأسعار والسلع ...إلخ تصلح أن تكون محلاً للتعاقد ، ومن هذه التعريفات يمكن أن تعرف عقد خيار البيع بأنه عقد بين طرفين ، أحدهما بائع والآخر مشترٍ ، يعطى للمشترى الحق فى بيع أصل معين فى تاريخ لاحق وبسعر محدد وقت التعاقد نظير مبلغ مالى يحصل عليه البائع يسمى بالمكافأة أو سعر الخيار "Premium Put Option" .

ويقبل المستثمرون المتشائمون "Bearish" على خيارات البيع إذا توقعوا أن تنخفض أسعار الأسهم الخاصة بها – الأصل محل التعاقد – فى المستقبل [3] ، وذلك لأن قيمة خيارات البيع سوف ترتفع مع انخفاض الأسعار ، وبهذا يتاح للمستثمرين الفرصة للمضاربة على انخفاض سعر السهم دون بيع الأسهم العادية ، وهى عملية

---

(1) You - I am Zhu, xiaonan WU, and I-Liang Chern, Derivative securities and difference methods, with 91 Illustration, sprinter finance, p. 10.

(2) Francis Hurst, Op. Cit., p. 127.

(3) bear, someone who believes the price/market will decline. (Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p16.

بديله للبيع على المكشوف Short Selling محققًا ربحاً يتمثل فى الفرق بين السعرين ، " سعر التعاقد وسعر السوق وقت التنفيذ " بعيدًا عن الأسلوب التقليدى لعمليات Short selling إذ أن تكلفة خيار البيع أقل من الأسلوب التقليدى [1] – حيث يقوم المتداول ببيع الأسهم مستقبلاً بسعر التعاقد .

ويتيح حق خيار البيع Put Option لمشتريه أن يحمى نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لاستثماراته، إذ يتم الزام الطرف الثانى (المحرر) بتنفيذ الاتفاق (أى شراء الأسهم التى بحوزة مشترى الحق) إذا انخفضت أسعار هذه الأسهم بنفس السعر المتفق عليه (سعر التنفيذ) ، نظير مكافأة يدفعها مشترى الحق .

وبتطبيق مثالنا السابق علي عقد خيار بيع بسعر تنفيذ ٥٠ دولار فإنه يكون لدينا ثلاثة افتراضات :

١ – إذا كان سعر السهم فى السوق ٤٥ دولار تكون قيمة العقد = ٥٠ – ٤٥ = ٥ دولار .

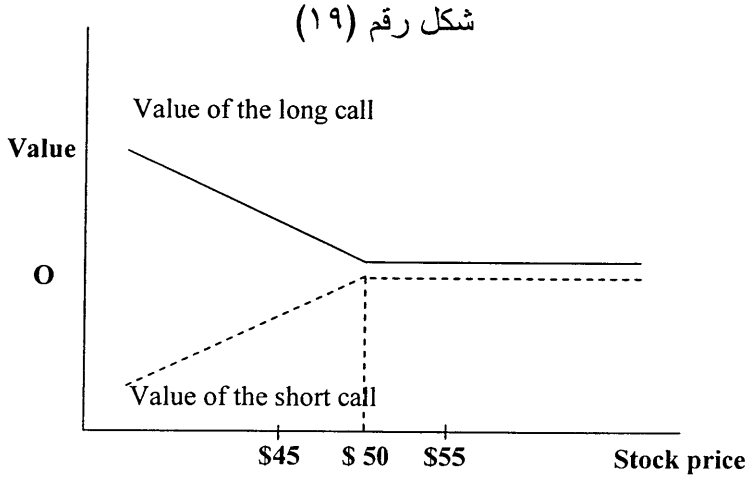
٢ – إذا كان سعر السهم فى السوق ٥٠ دولار تكون قيمة العقد = ٥٠ – ٥٠ = صفر.

٣ – إذا كان سعر السهم فى السوق ٥٥ دولار تكون قيمة العقد أيضًا تساوى (صفراً) لأن مالك العقد لن ينفذه باعتباره يحقق له خسائر قدرها ٥ دولار .

وعليه تكون قيمة عقد الخيار الحقيقة $P = \max [o, x-s]$ ويوضح الشكل التالى هذه الحالات:

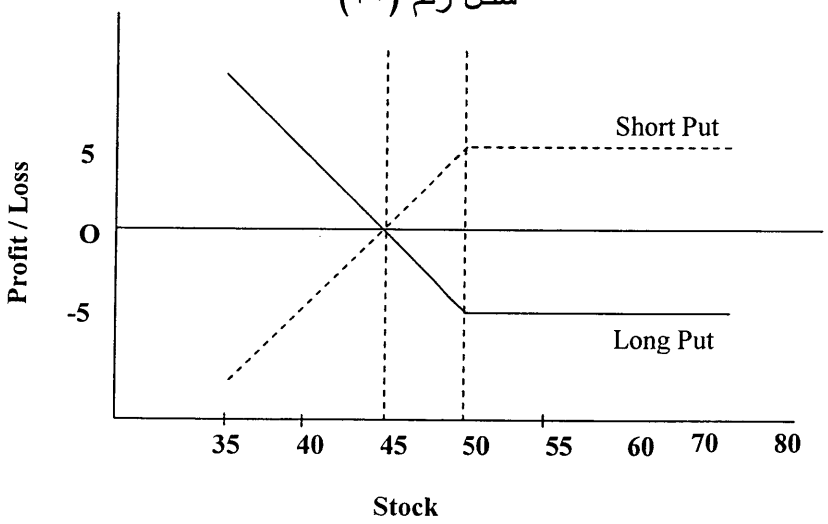
(1) Vector L. Harper, "Handbook of investment products and services, 2nd Edition, New York institute of finance a Prentice -Hall Company, pp238-240.

شكل رقم (١٩)




وإذا أدخلنا فى الاعتبار هنا أيضًا قيمة العلاوة (أو سعر العقد) وهو خمسة دولارات التى يحصل عليها البائع من المشترى ، ومن ثم فعندما يساوى سعر السهم السوقي أو يزيد عن سعر التنفيذ (٥٠ دولار) – بمعنى قيمة عقد خيار البيع = صفر – فإن مشترى العقد سوف يخسر قيمة العلاوة وهى التى سيربحها البائع ، في حين عندما يهبط سعر السهم في السوق لأقل من ٥٠ دولار ، فإن المشترى سيبدأ مكسبه بعد نقطة التعادل ( سعر التنفيذ – العلاوة ) أى ٥٠ – ٥ = ٤٥ دولار فإذا انخفضت الأسعار في السوق إلى ٤٠ دولار يحقق المشترى أرباحاً قدرها ٥ دولار (سعر العقد – العلاوة – سعر السوق) أى ٥٠ – ٥ – ٤ = ٥ دولار ، ويوضح الشكل رقم (٢٠) أرباح وخسائر طرفى العقد.

شكل رقم (٢٠)



ويمكن لنا استخلاص النتائج التالية :

١ - أقصى خسارة يتحملها مشترى عقد خيار البيع هى قيمة المكافأة وذلك إذا ارتفع سعر السهم فى السوق عن سعر التنفيذ [X < S] .

٢ - نقطة التعادل = سعر التنفيذ - العلاوة أى عندما ينخفض سعر السهم السوقى عن سعر التنفيذ بمقدار العلاوة وفلا يتحقق للمشترى والبائع أية أرباح أو خسائر إلا بمقدار العمولات .

٣ - أقصى ربح يحققه المشترى غير محدود وكذا أقصى خسارة يحققها البائع محددة بإنخفاض أسعار الأسهم فى السوق .

٤ - المشترى سوف ينفذ فى حالة انخفاض الأسعار فى السوق فقط .

٥ - أقصى ربح يحققه البائع هو مقدار العلاوة فى حالة ارتفاع الأسعار فى السوق عن سعر التنفيذ .

٦ -وجود علاقة عكسية بين السعر السوقى للسهم وأرباح مشترى حق خيار البيع.

٧ -مجموع الأرباح بين البائع والمشترى دائمًا عبارة عن علاقة مجموعها صفر.

## المطلب الثالث: الخيارات الأمريكية والخيارات الأوربية :

## American and European Options

تتفاوت الخيارات فيما بينها ، فالخيارات على الطريقة الأمريكية أو الأسلوب الأمريكى American Style Option تسمح لمالكها بتنفيذ الخيار فى أى وقت منذ إبرام العقد وحتى تاريخ انتهاء صلاحيته ، أما الخيارات على الطريقة الأوربية " الأسلوب الأوربى " فهى لا تنفذ أو تمارس إلا فى تاريخ انتهاء صلاحية العقد [1].

(1) American style option an option contract that may be exercised at any time between the date of purchase and the expiration date.
European Exercise, A feature of an option that stipulates that option may only be exercised at its expiration. Therefore, there can be no early assignment with this type of option (Option Dictionary. www.cboc.com).

ويتضح من ذلك أن وجه الاختلاف الرئيسى بين عقود الخيارات وفقًا للأسلوب الأمريكى وعقود الخيارات وفقًا للأسلوب الأوربى يخلص فى أنه إذا قام مشترى الحق بالتنفيذ فى أى وقت خلال مدة العقد كان الخيار أمريكيا ، أما إذا اقتصر حق مشترى الخيار على ممارسة الحق فى تاريخ انقضاء مدة العقد أى فى تاريخ التصفية كان الخيار أوربياً [١].

وقد يتشابه الأسلوبان وذلك فى حالة عدم تنفيذ الخيار الأمريكى إلا عند انتهاء مدته ولكن قبل انتهاء مدته يختلفان فى التعامل معها ، بل وفى قيمتهما لذا يجب أن نميز بين الأسلوبين .

يبدو أننا تعاملنا بطريقة عكسية إذ وصلنا للنتيجة قبل بيان الأسباب ولتفصيل ما تقدم ، أنه فى حالة وجود خيارين متماثلين المدة الزمنية maturity [٢] ، والورقة المالية محل العقدين underlying stocks وسعر التنفيذ Exercise/ strike price ..إلخ . من جميع النواحى فيما عدا أحدهما أوروبى والآخر أمريكى ، فسنجد أن قيمة الخيار الأمريكى يساوى أو يزيد على قيمة الخيار الأوروبى ، لأن الخيار الأمريكى يتميز بمرونة أكثر More flexibility من الخيار الأوروبى لذا فإن قيمته أعلى ، ومعظم خيارات الأسهم تتم وفقاً للأسلوب الأمريكى بينما معظم خيارات المستقبليات تكون وفقاً للأسلوب الأوربى، ولكن إذا تم اختيار عدم تنفيذ الخيار الأمريكى فإنه يصبح مساويًا للأوروبى ومماثلاً له فى نفس القيمة [٣].

---

(1) Chicago board options exchange, "characteristics and risks of standardized options ", Feb. 2005, p6.

(2) Maturity, the period during which a futures contract is settled by delivery in accordance with the contracts, delivery specification (Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p115).

(3) Guy Cohen options Made Easy second Edition prentice Hall financial times 2005, pp11-12.

وإلى جانب الأسلوبين المشار إليهما يوجد أسلوب آخر فى تنفيذ عقود الخيار وهو الأسلوب الأسيوى Asian Option والذى يطلق عليه خيار متوسط الأسعار an average price option ، وفقًا لهذا الأسلوب فإنه لا ينظر إلى السعر خلال مدة سريان العقد وفقًا للأسلوب الأمريكى ، ولا عند انتهاء العقد وفقًا للأسلوب الأوروبى ، وإنما ينظر لمتوسط السعر طوال فترة سريان العقد أو جزء من فترة سريان العقد تتراوح ما بين أسبوعين وخمسة أيام ، ويحتسب السعر على أساس المتوسط الحسابى Arithmetic Average Price لسعر الأصل طول مدة العقد أو خلال الفترة المنصوص عليها [١].

وأسماء الخيار لا تشير إلى بلد تداولها ، بل هى مسميات لا أكثر ولا أقل ، فيمكن تداول الخيارات وفقًا للأسلوب الأمريكى فى أوروبا ، وتداول الخيارات وفقًا للطريقة الأوربية فى الولايات المتحدة الأمريكية ، وتنتمى معظم الخيارات فى العالم إلى الأسلوب الأمريكى ، إلا أن الخيارات الأوربية تتميز بأنها أبسط وأسهل من التحليل عن الخيارات الأمريكية [٢].

## المطلب الرابع : أنواع الخيارات من حيث ربحيتها [٣]

حتى نفهم خصائص الخيارات لابد من دراسة وفحص عواقبها وأرباحها المحتملة ، حتى يعرف المتعامل ما إذا كان سينفذ العقد أم لا فإنه يقارن بين سعرين الأول سعر السوق Stock Price والثانى سعر التنفيذ (Strike/Exercise Price)

---

(1) Asian Option an Exotic Option whose pay off depends on the average price of the underlying asset during some portion of the life of the option. (Investor Dictionary.com)

(2) (NASD and university of reading, certificate in capital markets, regulation and compliance, options, p21

(3) Vector L. Harper, "Handbook of investment products and services, 2nd Edition, New York institute of finance a Prentice -Hall Company, pp233-234, see also, Chicago board options exchange, "characteristics and risks of standardized options ", Feb. 2005, p14.

وذلك على النحو التالى :

**١ - الخيارات الرابحة In the Money Option :**

وذلك عندما يكون سعر السهم فى السوق (s) أعلى من سعر التنفيذ فإن خيار الشراء تكون له قيمة ( مربحةٌ ) لأنه فى هذه الحالة سوف يشترى بسعر أقل من أسعار السوق كما أن من مصلحة مشترى عقد خيار البيع أن يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ لأنه فى هذه الحالة سوق ( مربحةٌ ) حيث يبيع بأعلى من سعر السوق ، ويقال عن الخيار فى هذه الحالة إنه رابح in-the-money ، فعلى سبيل المثال شراء خيار علي الورقة المالية XYZ بسعر تعاقد ٦٠$ عندما كان سعرها بالسوق ٦٥$ وبالتالي فإن الخيار يربح ٥$ عند التعاقد .

**٢ - الخيارات المتعادلة At the Money Option :**

فى هذا النوع من الخيارات يكون سعر السهم فى السوق Stock Price (S) مساويًا لسعر التنفيذ Exercise Price (X) ، وذلك للأسهم التى يشملها العقد ، وتكون خيارات الشراء والبيع ليست لها قيمة ويقال عنه At the Money .

**٣ - الخيارات الخاسرة :**

وذلك فى الحالات التى يكون فيها سعر السهم فى السوق Out - of - the money (S) أقل من سعر التنفيذ (X) فإن خيار الشراء يصبح لا قيمة له ، وفى حالة خيار البيع يكون سعر السهم فى السوق (S) أكبر من سعر التنفيذ (X) ويصبح خيار البيع لا قيمة له أيضًا ويقال عنه إنه خاسر Out-of-the money ، ومن ثم يمكن تلخيص هذه الحالات فيما يلى :

| | |
|---|---|
| ١) سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ<br>X < S | عقد خيار الشراء In-the-money<br>عقد خيار لبيع (لا ينفذ) Out-of-the money |
| ٣) سعر السوق مساويًا لسعر التنفيذ<br>X = S | عقد خيار الشراء والبيع At- the- money<br>S - X = O |
| ٤) سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق<br>S < X | عقد خيار الشراء (لا ينفذ ) out-of-the money<br>عقد خيار البيع in-the-money |

وأخيراً يوجد نوع من الخيارات يسمى خيارات السقف Capped style option وهى خيار يؤسس بوضع سقف للأرباح أو للأسعار ، وسعر السقف Cap price يساوى سعر تنفيذ الخيار زائد المسافة السعرية أو الفاصل interval فى خيارات الشراء أو سعر التنفيذ مطروح منه الفاصل فى خيارات البيع، وميكانيزم عمل خيارات السقف تنفذ اليكترونياً عندما تغلق أسعار الأوراق المالية محل العقد مع أو فوق فى خيارات الشراء أو مع أو تحت فى خيارات البيع لأسعار خيارات السقف .

## المبحث الثاني

## استراتيجيات عقود الخيار

تستخدم استراتيجيات عقود الخيارات للحد من مخاطر تقلبات الأسعار ، وتتم الاستراتيجيات عن طريق الجمع Combination بين خيارات الشراء Call Options وخيارات البيع Put Options بنسب مختلفة، وبأسعار تنفيذ مختلفة ، وقد ظهرت في السنوات الأخيرة مجموعة من العقود التي تستخدم كاستراتيجيات لإدارة مخاطر تقلبات الأسعار ونتناول أشهر وأحدث هذه العقود فى المطالب الاتية :

### المطلب الأول : عقود خيارات الانحياز للسوق ( أو الوقوف علي طرف واحد ) : Straddle

وهو العقد الذى يجمع بين شراء وبيع عددًا متساويًا من خيارات البيع والشراء خلال الفترة الزمنية المحددة .

"The straddle is the purchase or sale of an equal number of puts and calls having the same terms".(١)

وقد عرفه "Victor" (٢) بأنه العقد الذى يتكون من عقد خيار شراء وعقد خيار بيع بسعر تنفيذ واحد خلال نفس الفترة الزمنية .

"A straddle consists of a call and a put with the same exercise price and the same expiration"

ومن هذه التعريفات يبين أن العقد الذى يجمع بين كل من خيار البيع وخيار الشراء بنفس سعر التنفيذ وخلال ذات الفترة الزمنية .

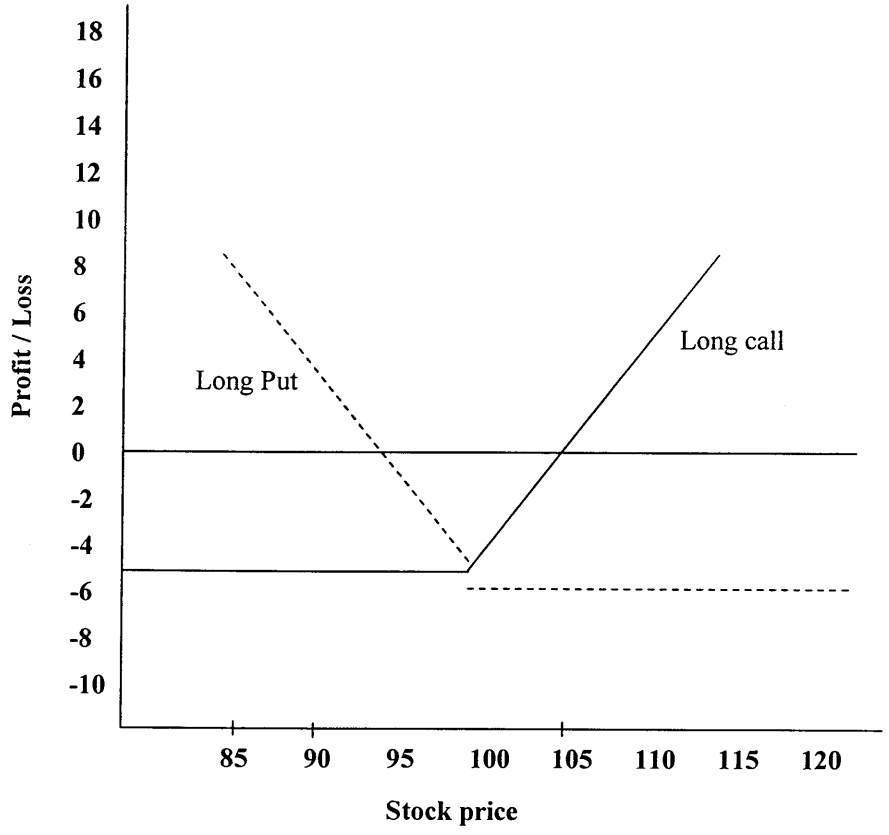
---

(1) Options Dictionary, CBOE.

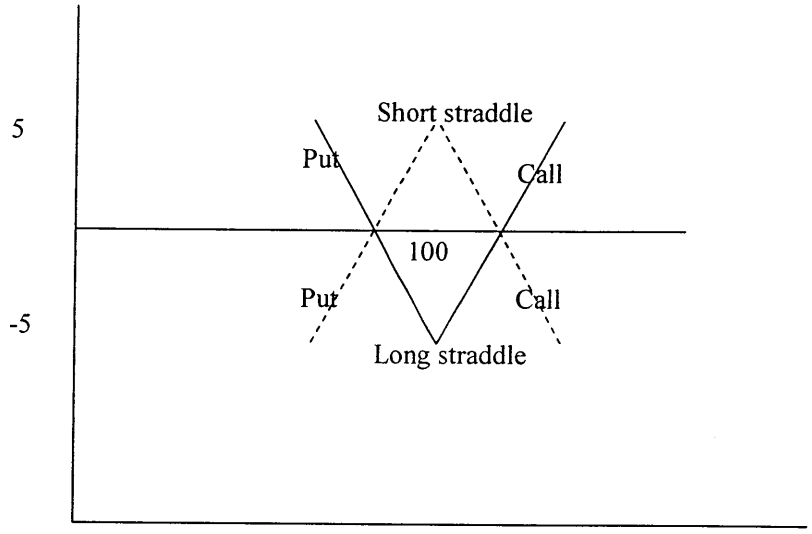
(2) Victor L. Harper, Hand Book Of Investment, Products and Services, p 239.

وتهدف للتحوط من المواقف التى يتوقع تحرك الأسعار ، ولكن غير متأكدين من اتجاه الأسعار ارتفاعًا أم انخفاضًا ويطلق على مشترى الخيار سواء خيار البيع أو خيار الشراء صاحب المركز الطويل Long Staraddle ، وبائعه Short Straddle وهو المستثمر الذى يتوقع عدم وجود تذبذبات قوية للأسعار ويغلب الظن أن تكون اتجاهات الأسعار طفيفة وغير مؤثرة وبالتالى سيكون الفرق بين سعرى البيع والشراء "Spread" محدودة لذلك يقدم على بيع عقد خيار Straddle ، وهو على ثقة أن مشترى الخيار لن يطالبه بالتنفيذ وبالتالى يخسر سعر الخيار ، إذ إن من مصلحة المشترى عدم التنفيذ إلا فى حالة وجود تحركات كبيرة للأسعار .

الشكل رقم (٢١) يوضح أرباح وخسائر مشترى وبائع عقد خيار Straddle فى تاريخ الصلاحية



شكل رقم (٢٢)




**Source**: Robert W. Kolb, p. 350

يصور الشكل رقم (٢١) عملية خياريه مزدوجة straddle تتضمن شراء purchase عقد خيار شراء call option وعقد خيار بيع put option بفترة صلاحية واحدة ، وعلى ذات الأصل محل التعاقد وبذات سعر التعاقد ، ويبين الشكل رقم (٢٢) أرباح وخسائر مشترى وبائع عقد الخيار المزدوج straddle على ذات الأصل وبذات السعر ولنفس المدة ويسمى short straddle ، كما يوضح الرسم البيانى نقطة التعادل Break Even Point بالنسبة لحق خيار الشراء وأيضًا بالنسبة لبائع هذا الحق .

فبفرض أن مستثمرًا قام بشراء عقد خيار شراء وعقد خيار بيع من خلال عملية خيارية مزدوجة Straddle على أسهم شركة xyz وبفرض أن سعر التنفيذ Exerise price لكل العقدين ١٠٠ دولار وأن ثمن الشراء Premium price للعقد المزدوج ٥ دولار .

ومشترى العقد Straddle لن يتمكن من تنفيذه قبل بلوغ نقطة التعادل Break even point وتكون بصددها عندما تكون القيمة السوقية Stockmarket (S) للورقة المالية xyz مساوية لسعر التعاقد Exerise price (X) مضافًا إليها Call أو مطروحًا put – منها ثمن حق الخيار premium وذلك كما يلي:

- ولما كان سعر التعاقد فى المثال هو ١٠٠ $
- وتكلفة شراء العقد ٥ $
- فإن نقطة التعادل عند ($١٠٥) ← ١٠٠ + ٥
- وايضاً عند ( ٩٥ $) ← ١٠٠ – ٥

وبالتالى سيكون بوسع مشترى حق الخيار المزدوج أن يمارس حقه بأن يكون شاريًا عندما يصل السعر إلى ١٠٥ أو ما هو أعلى أو أن يمارس حقه بأن يكون بائعًا عندما يصل السعر إلى ٩٥ أو ما هو أدنى. إذاً فى هاتين الحالتين يكون الخيار ذا قيمة in-the-money ، أما فيما بين السعرين ٩٥ دولار و١٠٥ دولار فلن يتمكن مشترى حق الخيار المزدوج من تنفيذه ، وسيتحمل خسارة ثمن الخيار فضلاً عن العمولة.

ويتفرغ عن عقد الخيار المزدوج straddle نوعين :

**أ – عقود خيارات الشد Strap options :**

وهو العقد الذى ينطوى على شراء عقدى خيار شراء Call option وعقد واحد خيار بيع بنفس سعر التنفيذ والمدة الزمنية[1] .

(1) Don M. Chance, Introduction to Derivatives, p. 613.

وهي نفس عقود ( الوقوف علي طرف واحد straddle )، ولكن بالنسبة لخيارات الشراء حيث يضاف عقد خيار شراء ثان .

ويلجأ المتداولون إلى عقد الخيار Strap إذا توقعوا تقلبات فى حركة الأسعار ولكن يغلب عليها الاتجاه الصعودي – مرجح لارتفاع الأسعار– ، وإن كان غير متأكد من ذلك ، لذلك يلجأ إلى التحوط Hedging من خلال شراء عقدى خيار شراء وعقد واحد خيار بيع وذلك لمواجهة المخاطر مع جنى ثمار توقعه من خلال زيادة عدد حقوق الشراء على البيع ، بفرض أن أسعار التنفيذ للأصل 30 $ لكلٍ من خيار الشراء وخيار البيع ، والمدة الزمنية لهم ستة شهور فالتالي سعر الخيار 5 $

| Stock price | Value of (2)calls | Value of (1)put | Cost of Option | Net profit |
|---|---|---|---|---|
| 10 | 0 | 20 | -15 | 5 |
| 20 | 0 | 10 | -15 | -5 |
| 30 | 0 | 0 | -15 | -15 |
| 40 | 20 | 0 | -15 | 5 |
| 50 | 40 | 0 | -15 | 25 |

ويوضح الجدول استراتيجية Strap Option في حالة تغير أسعار السوق كما يلى :

١ – ارتفاع قيمة خيار الشراء كلما ارتفعت أسعار الأسهم والعكس بالنسبة لخيار البيع .

٢ – قيمة خيار الشراء وصلت إلى أعلى قيمة لها وهو ٤٠ دولار والأرباح المحققة من العقد ٢٥$ ، وذلك عندما كانت أسعار الأسهم عند أعلى قيمة لها وهى ٥٠

دولار ، وليس لخيار البيع قيمة Worthless فى ظل ارتفاع الأسعار .

وبالتالى فإن المستثمر الذى يتوقع ارتفاع الأسعار مع الرغبة فى التحوط من الخسائر يقوم بإبرام عقد خيار شراء Strap والمتضمن عقدى خيار شراء Calls وعقد واحد خيار بيع put ، ولكن إذا حدث عكس للتوقعات واتجهت الأسعار إلى الانخفاض وليس الارتفاع فإن الخسائر تكون مضاعفة .

**ب – عقود خيارات السحب Strip Option :**

وهو العقد الذى يتضمن زيادة عدد عقود البيع، عن عدد عقود الشراء، وذلك لأن المتداول يتوقع انخفاض الأسعار فيتحوط بشراء عقدى خيار بيع put وعقد واحد خيار شراء Call [1] وهي تقابل خيارات الشد strap إلا أنها تتعلق بخيارات البيع حيث يضاف إليها عقد خيار ثان للبيع، وهى عقود مرجحة لإنخفاض الأسعار .

## المطلب الثاني : عقد خيار الخنق Strangle :

يشبه عقد Straddle من كل الأوجه إلا أنه يختلف من حيث سعر التعاقد Exerise price ، ويعرف بأنه العقد الذى يتكون من عقد خيار بيع put وعقد خيار شراء call خلال نفس الفترة الزمنية على ذات الورقة المالية ولكن تختلف اسعار التنفيذ لكل من عقدي خيار الشراء والبيع [2].

وهذا يَعنى إذا كان سعر التنفيذ لخيار الشراء أعلى من سعر السوق وهو ما يعنى تحقيق خسارة لو تم ممارسة الحق فور التعاقد ، كما أن سعر التنفيذ لخيار البيع أقل من سعر السوق (x1, x2)، وهو ما يعنى أيضًا تحقق خسارة يقينية فيما لو تم

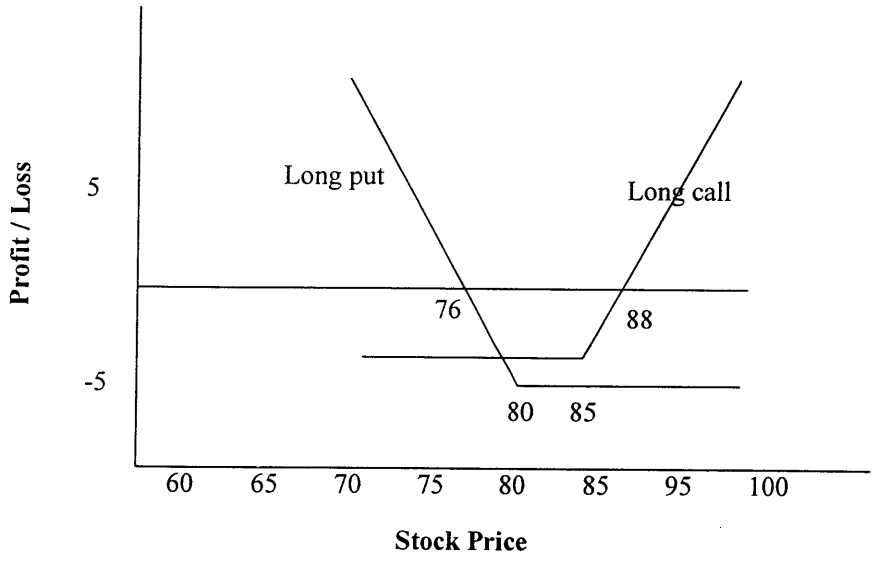
---

(1) strip option spread made up of two puts and one call (Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p168).

(2) Guy Cohen options Made Easy second Edition prentice Hall financial times 2005, p316.

التنفيذ فور التعاقد ، ولهذا فإن ثمن الخيار price option فى عقود strangle أقل من ثمن الخيار فى العقود straddle التى لا تتغير فيه أسعار التنفيذ X1 = X2 .

الشكل رقم (٢٣)



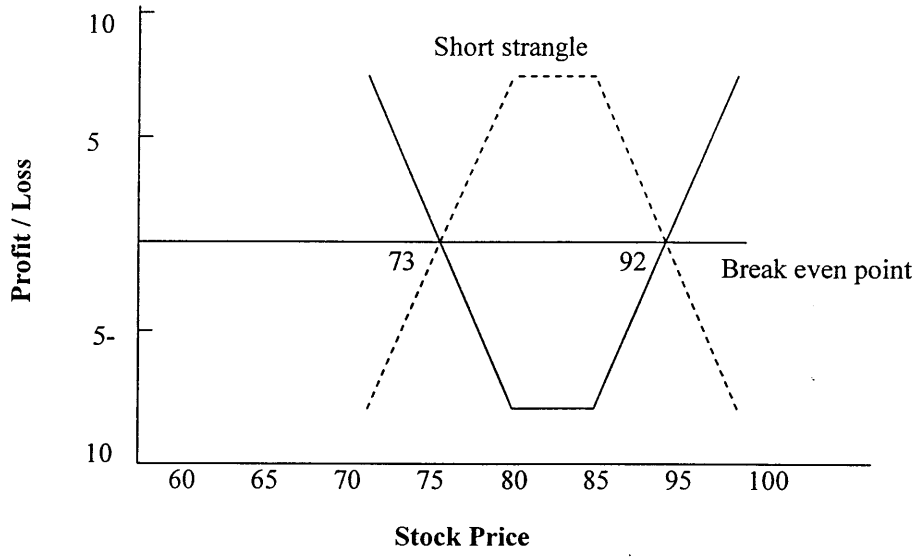

Source: Kolbe, Futures, Options & Swaps, p. 353.

ويصور الشكل رقم (٢٣) أرباح وخسائر صاحب المركز الطويل Long Positions فى عقدى الخيار " مشترى خيارى الشراء والبيع" ومشترى خيار الشراء call ونفرض أن سعر التنفيذ لخيار الشراء (X1) ٨٥$ ، وسعر التنفيذ لخيار البيع (X2) ٨٠$ وسعر الخيار ٣$ للشراء ، ٤$ للبيع يحقق أرباحاً عندما تكون أسعار السوق stocke price فوق ٨٨ دولار، إذ يمثل سعر ٨٨ دولار نقطة التعادل break even point وتمثل مجموع سعر التنفيذ وسعر الخيار X1 + C1 (85+3) وكذلك يحقق مشترى خيار البيع أرباحاً عندما تكون أسعار التنفيذ أقل من ٧٦ دولار للسهم (X2-C2)، حيث يمثل سعر ٧٦ دولار نقطة التعادل فى عقد خيار

البيع ، وبالتالى فيجب أن تكون أسعار السوق أقل من ٧٦ دولار أو اكثر ٨٨ دولار حتى يحقق حامل عقد خيار Strangle أرباحاً .

ويصور الشكل رقم (٢٤) أرباح وخسائر مشترى وبائع عقد خيار Strangle والمتضمن عقدان خيار ثمنهما ٧ دولار كما فى المثال السابق . حيث تكون أرباح عقد خيار الشراء ٧ دولار عندما يكون أسعار السوق فوق ٨٥ دولار مضافة إليها ٧ دولار أى ٩٢ دولار ، وبالنسبة لعقد شراء خيار البيع يكون مربحاً بقيمة ٧ دولار عندما تكون أسعار السوق ٨٠ دولار مطروحاً منه ٧ دولار أى ٧٣ دولار ، وبالتالى فإن أسعار السوق فيما بين السعرين (٧٣ ، ٩٢) يكون عقد خيار strangle خاسرًا out-of-the money بينما عندما تكون أسعار السوق خارج هذين السعرين يكون مربحًا in-the-money .

شكل رقم (٢٤)




ومشترى عقد خيار مزدوج strangle يراهن على وجود تحركات قوية للأسعار تحت أسعار التنفيذ بالنسبة لـــ put ، وأعلي بالنسبة للـــ Call . ويحقق

المشترى أرباحاً ضخمة فى حالة تحركات الأسعار بصورة قوية dramatically، ونظرياً فإن أرباح هذا العقد فى حالة تحرك الأسعار إلى ٢٠٠ دولار على سبيل المثال ستكون ١٠٨ دولار (٢٠٠ – ٨٥ + ٧) .

ويعرض الخط المتقطع موقف أرباح وخسائر بائع عقد الخيار short strangle ، فعندما تكون أسعار التنفيذ فيما بين سعرى (٨٥ – ٨٠) دولار تكون أرباحه ٧ دولار إذ إن مشترى الخيار لن يقبل على تنفيذه وبالتالى خسارته لسعر الخيار price option(٤ – ٣) دولار ويحصل البائع على كامل حق الخيار ، بينما عندما تكون الأسعار أقل من ٨٠ دولار فإن المشترى يمكن تنفيذ العقد ، وأيضاً عندما تكون الأسعار أكبر من ٨٥ ، ويمكن لبائع العقد short strangle (١) تحقيق بعض الأرباح عندما تكون الأسعار بين (٧٣ – ٩٢) دولار ، ومع ذلك إذا انخفضت الأسعار جدًا فإن خسائر البائع ستكون فادحة وأيضًا فى حالة ارتفاعه بصورة حادة ، لذلك يأمل بائع عقد strangle أن تكون تحركات الأسعار محدودةً ، وأول بائع عقد strangle ويكون لديه احتمال كبير لتحقيق أرباح بسيطة (المتمثلة فى قيمة حق الخيار) ، ولكنه يقبل على مخاطرة لخسائر كبيرة .

## المطلب الثالث : عقود الخيار المرجحة لارتفاع أو لإنخفاض الأسعار :

Bull and Bear Spreads with Options

وتنقسم هذه العقود إلى نوعين وذلك كما يلى:

### أ – عقود الخيار المزدوجة المرجحة لارتفاع الأسعار Bull Spread :

تستخدم هذه العقود فى أسواق الخيارات لتحقيق أرباح فى حالة ارتفاع أسعار الأصول المالية محل هذه العقود ، وتعتمد استراتيجية عمل هذه العقود على أن أرباح

ومخاطر هذه العقود محددة ، وتتكون عقود Bull spread فى حالة خيارات الشراء bull call spread من عقدي خيارات شراء على نفس الأصل المالى أو الورقة المالية المعنية وخلال ذات الفترة الزمنية ، ولكن تختلف أسعار التنفيذ فى العقدين ، بحيث يكون مشتريًا فى هذه العقود إذا كانت أسعار التنفيذ أقل من أسعار السوق وفى العقد الآخر بائعًا إذا كانت أسعار التنفيذ أعلى من أسعار السوق [١].

وهذا العقد مرجح لارتفاع الأسعار حيث يأمل المتداول فى تحقيق أرباح من ارتفاع أسعار الأسهم فى السوق ، وفي هذا العقد يكون سعر الخيار مرتفع فى حالة الشراء حيث أسعار التنفيذ أدنى من أسعار السوق ، ومنخفض فى حالة البيع حيث أسعار التنفيذ أعلى من أسعار السوق [٢] .

ونسوق المثال التالى لعقد bull call spread لتوضيح استراتيجية عمل هذه العقود واستخدامها فى التغطية Hedging ، نفترض أن أسعار السوق Exerise price عند ١٠٠ دولار ، وأحد عقدي خياري الشراء سعر تنفيذه ٩٥ دولار بتكلفة ٧ دولار (Option price) ، و الثانى سعر تنفيذه ١٠٥ دولار بتكلفة ٣ دولار ، والمتداول يوم إبرام عقد bull call spread يكون مشتريًا عند أسعار التنفيذ المنخفضة عن أسعار السوق وفى العقد الثانى بائعًا وذلك عند الأسعار المرتفعة عن أسعار السوق ، وبذلك تكون تكلفة شراء العقد المزدوج bull spread ٤ دولار (٣ دولار – ٧ دولار) .

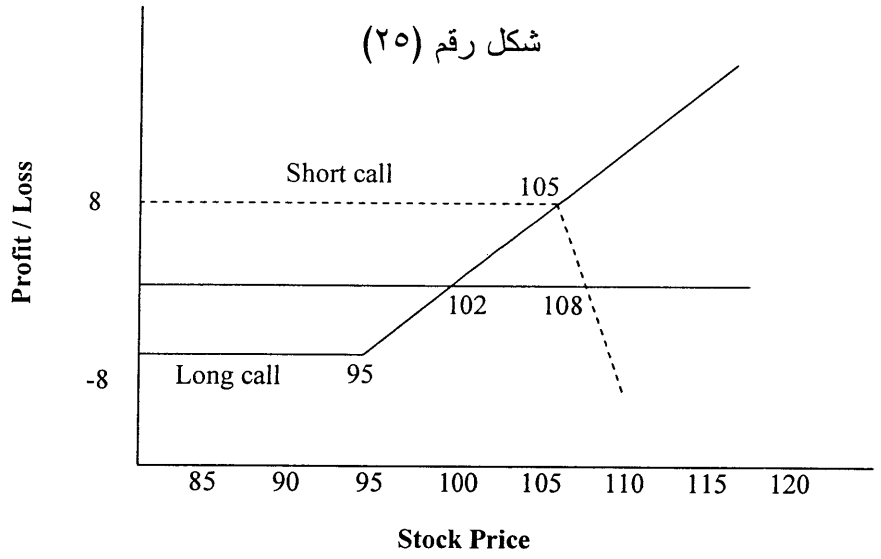
---

(1) Bull spread an option strategy that achieves its maximum potential if the underlying security rises far enough, and has its maximum risk if security falls far enough. An option with a lower striking price is bought and one with a higher striking price is sold, both generally having the same expiration date. Either puts or calls may be used for the strategy.

(2) Guy Cohen options Made Easy second Edition prentice Hall financial times 2005, p306.

ويوضح الشكل رقم (٢٥) أرباح وخسائر المركزين الطويل والقصير ، حيث يحقق صاحب المركز الطويل أرباحًا فى حالة ارتفاع أسعار السوق stock price فوق ١٠٢ دولار وهى حاصل جمع سعر التنفيذ ٩٥ دولار وسعر الخيار ٧ دولار . وكذلك يحقق صاحب المركز القصير أرباحًا فى حالة عدم تجاوز أسعار السوق عن سعر ١٠٨ دولار .

شكل رقم (٢٥)

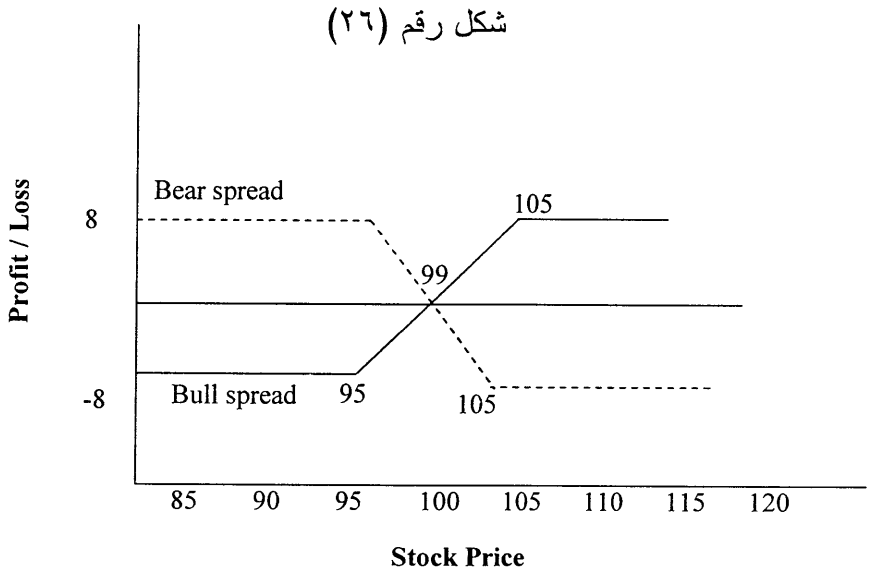



ونتيجة لذلك فإن الأرباح المحصلة فى حالة ارتفاع الأسعار فوق ١٠٥ دولار عند أخذ مركز الطويل Long call يقابلها خسائر عند أخذ مركز القصير Short call وبالتالى فإن الخيار المزدوج bull call spread لا يعطى أرباحاً كبيرة مقارنة بأسعار التنفيذ لو ارتفعت أكثر من ١٠٥ دولار .

ويوضح الشكل رقم (٢٦) أنه عندما تكون أسعار السوق تساوي أو أقل من ٩٥ دولار فإن bull call spread يفقد تكلفة الخيار وهى ٤ دولار ، حيث إنه لن

يقوم بتنفيذ العقد ، وتمثل ٤ دولار الفرق بين تكلفة حق شراء خيار الشراء وحق بيع خيار الشراء (٣ – ٧) ويمثل سعر ٩٩ نقطة التعادل break even point ، وبذلك يكون أعلى ارتفاع يمكنه تحقيقه من هذا العقد عندما تكون أسعار التنفيذ ١٠٥ وبذلك يحقق أرباحاً قدرها ٦ دولار وبذلك فإن المتداول بهذا العقد يضارب على ارتفاع الأسعار ولكن فى ذات الوقت يقوم بعمل تأمين أو تغطية Hedge . لهذا الارتفاع للمحافظة على الأرباح ، وبذلك يستطيع من خلال هذا العقد عدم تجاوز خسارة أكثر من ٤ دولار .

شكل رقم (٢٦)




وهذه الاستراتيجية تهدف إلى حماية المتداول من هبوط الأسعار وإن كانت الأرباح لن تكون كبيرة وذلك بالمقارنة بالتداول فى السوق إذ يمكن أن تكون الأرباح كبيرة ولكن فى ذات الوقت المخاطر أيضًا عظيمة .

## ٢ - عقد الخيار المزدوج المرجح لانخفاض الأسعار :

## Bear spread with Options

وهذا العقد يقوم على استراتيجية توقع انخفاض أسعار السوق وبذلك يكون العقد مربحًا ، وهذا العقد متشابه تمامًا مع Bull spread حيث يتطلب شراء خيارين على نفس الورقة المالية وخلال نفس الفترة الزمنية ، واختلاف أسعار التنفيذ ، والمتداول يقوم ببيع الخيار بسعر التنفيذ الأقل وشراء الخيار بسعر التنفيذ الأعلى وبمعنى آخر فإن Bear spread يأخذ المركز القصير فى حالة Bull spread [1].

وبتطبيق ذلك علي المثال السابق bull call spread يكون bear مشتريًا عند ١٠٥ دولار وبائعًا عند ٩٥ دولار ، وتكون أرباحه محددة وذلك عند انخفاض أسعار السوق وأيضًا خسائره محددة .

وعقود الخيار المرجحة لارتفاع توجد كذلك مع خيارات البيع bull and bear spread with put options وصفها متشابهة مع bull and spread with call options ويتكون من شراء عقد خيار بيع put عند أسعار تنفيذ منخفضة وبيع عقد خيار بيع عند أسعار تنفيذ مرتفعة .

ويقوم المتداول فى عقود خيارات البيع المرجحة لانخفاض الأسعار bear spread بيع عقد خيار البيع عند الأسعار المنخفضة وشراء عقد خيار البيع عند الأسعار المرتفعة ، أى أن bear spread عكس bull spread سواء فى خيارات البيع put option أو خيارات الشراء call option .

---

(1) Bear spread. Two call option, paired margin purpose, in which the strike price of the long is greater than the strike price of the short (Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p16).

## المطلب الرابع : عقود خيار الفراشة A butter fly spread :

وفقاً لهذه الاستراتيجية يتم استخدام أربعة عقود خيار خلال نفس الفترة الزمنية وعلى نفس الأصل المالى أو الورقة المالية حيث يقوم المتداول صاحب المركز الطويل بشراء عقدى خيار شراء أحدهما بسعر تنفيذ منخفض والآخر بسعر تنفيذ مرتفع بالمقارنة بسعر السوق ، وبيع عقدى خيار شراء بسعر السوق [١] .

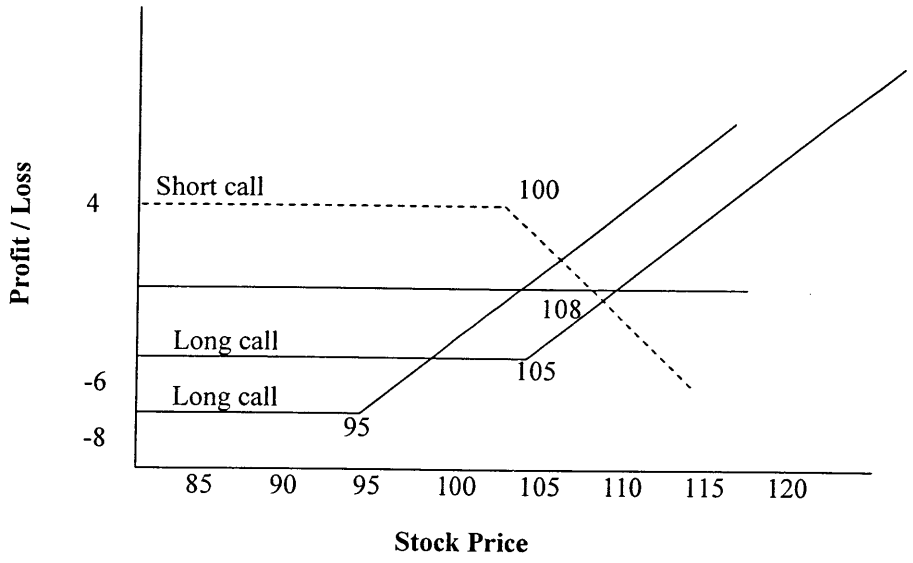
ولتوضيح هذه الاستراتيجية يسوق Kolb [٢] المثال التالى ، بفرض أن أسعار التنفيذ ١٠٠ دولار للسهم ، ويرغب المتداول فى شراء عقد Butter fly spread وأسعار الخيارات كما فى الجدول التالى :

| Item | Exerise price | Option premium |
|---|---|---|
| Long 1 call | 105$ | 3$ |
| Short 2 call | 100$ | 4$ |
| Long 1 call | 95$ | 7$ |

ويوضح الشكل رقم (٢٧) أرباح وخسائر الثلاث خيارات عالية ، ولنفهم ذلك فإن عقد الخيار المزدوج Butterfly spread يقتضى ببيع خيارين وشراء خيارين أى مجموعهما أربعة خيارات لهما ثلاث أسعار تنفيذ .

(1) (CBOE) options Dictionary.
(2) Robert W.kolb, pp360-364.

شكل رقم (٢٧)




| | سعر التنفيذ | سعر الخيار | سعر التنفيذ عند ٩٥ دولار | سعر التنفيذ عند ١٠٠ دولار | سعر التنفيذ ١٠٥ دولار |
|---|---|---|---|---|---|
| Long 1 call | 105 | 3 | 30 | 30 | 30 |
| Short 2 call | 100 | 4 | 8 | 8 | 20 |
| Long 1 call | 95 | 7 | 70 | 20 | 3 |
| ***Total*** | | | **20** | **3** | **20** |

نفترض أن أسعار السوق لورقة معينة هى ١٠٠ دولار للسهم ، ويصور الشكل والجدول شراء عقد خيار butter fly spread عند أسعار تنفيذ (١٠٥) ، (١٠٠)، (٩٥) ، وأسعار الخيارات على الترتيب التالى (٣) ، (٤) ، (٧) فإذا تحركت أسعار السوق عند ٩٥ دولار فإن عقد خيار الشراء ذات سعر التنفيذ ٩٥

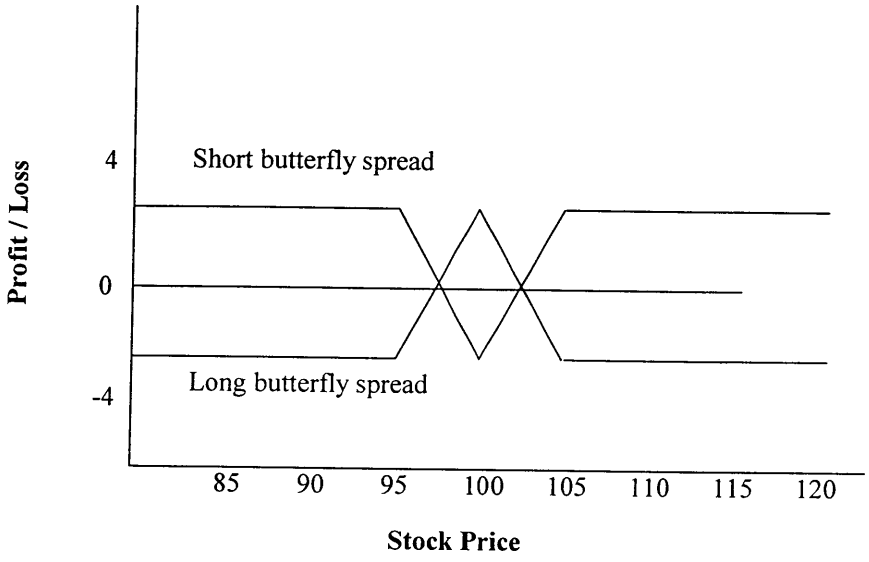
دولار يساوى (صفراً) حيث إن صافى الخسارة فى هذه الحالة يكون ٧ دولار ، وسعر خيار الشراء ذات سعر تنفيذ (١٠٥) دولار لن ينفذ أيضًا ، حيث يعطى خسارة قدرها ٣ دولار ، بينما بائع خيار الشراء Short call يربح ٨ دولار حيث إن قيمة الخيار ٤ دولار لعدد اثنين بيع خيار شراء ، وإن المشترى لن ينفذ الخيار حيث إنه أقل من سعر التنفيذ، وبالتالى يربح بائع الخيار قيمة العلاوة ، ومجموع الأربعة خيارات يكون خسارة قدرها ٢ دولار .

بفرض تحرك أسعار أسهم السوق الى ١٠٠ دولار ، فإن Long call (x95$) يخسر (٢) دولار (٩٥ + ٧ – ١٠٠) ، وخيار الشراء Long call (x105$) يخسر (٣) دولار ، وبائع عقدى خيار شراء يربح ٨ دولار ومجموع الخيارات الأربع فى هذه الحالة يربح ٣ دولار .

وإذا تحركت أسعار السوق عند ١٠٥ دولار ، فإن عقد خيار الشراء بسعر تنفيذ ٩٥ دولار ، يربح ٣ دولار (٩٥ + ٧ – ١٠٥) ، وعقد خيار الشراء بسعر تنفيذ ١٠٥ دولار يخسر ٣ دولار ، وعقدى بيع خيار الشراء يخسر أيضًا ٢ دولار ومجموع الخيارات فى هذه الحالة يكون خسارة (٢) دولار .

ويعرض الشكل رقم(٢٨) أرباح وخسائر عقد الخيار المزدوج butter fly spread :

شكل رقم (٢٨)

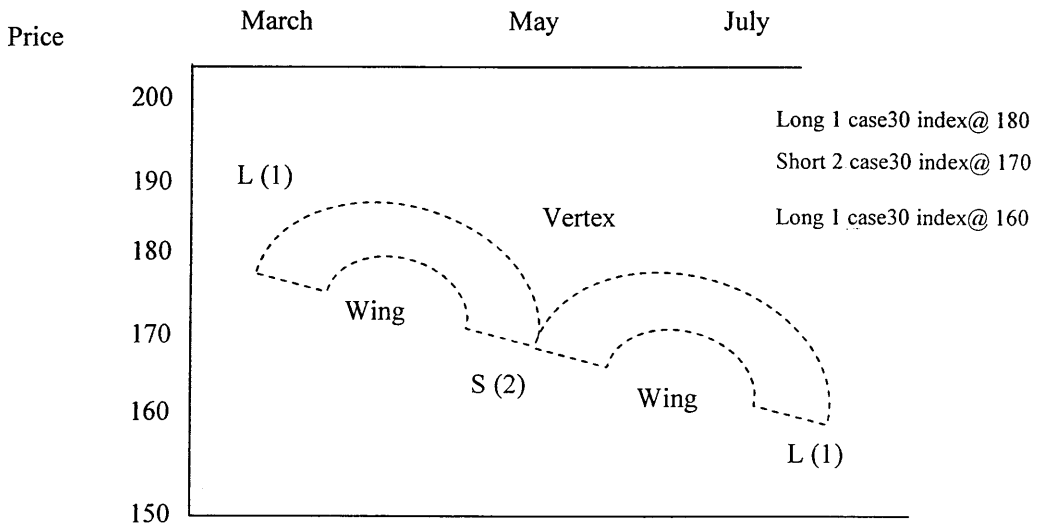



ويبين من الشكل السابق أنه عندما يكون سعر السوق ١٠٠ دولار ، فإن الأرباح تكون ٣ دولار وهذه أقصى أرباح متاحة وعندما تكون أسعار السوق عند ٩٥ $ و١٠٥ $ فإن الخسارة تكون ٢ دولار ، وعندما تكون الأسعار أقل من ٩٥ دولار أو أعلى من ١٠٥ دولار فإن الخسارة تكون أيضًا (٢) دولار وهذه أقصى خسارة يتحملها صاحب هذا العقد ، وتكون الأرباح (صفراً)عند أسعار ١٠٣ ، ٩٧ ، وصاحب هذا العقد يحقق أرباحاً عندما تكون أسعار السوق عند ١٠٠ دولار أو بالقرب من هذا الرقم ، وأى تحرك بعيدًا عن ١٠٠ دولار يعطى خسارة ولكن الخسارة محددة بمقدار ٢ دولار، وبمقارنة عقد butterfly بعقد straddle فإنه يشبه صاحب المركز القصير فى عقد straddle ولكن butterfly يخفض المخاطرة بدرجة كبيرة جدًا بالرغم من أن ذلك يقلل من فرصة الحصول على أرباح كبيرة .

ويمكن استخدام استراتيجية هذه العقود من خلال خيارات البيع butterfly spread with putمن خلال شراء عقد خيار بيع بسعر تنفيذ منخفض وشراء عقد

خيار بيع آخر بسعر تنفيذ مرتفع وبيع عقدى خيار بيع بسعر التنفيذ .

وتُسمَّى هذه الاستراتيجية الفراشة butterfly حيث يمكن رسمها على شكل فراشة لها جناحين كما يصورها الشكل رقم (٢٩).




شكل رقم (٢٩)

## المطلب الخامس : عقود الخيار المزدوجة Condor/Ratio Spread [1]

١- **عقود خيارات النسر Condor:** تفترض وجود أربعة خيارات على نفس الورقة المالية وخلال نفس الفترة الزمنية ولكن تختلف أسعار التعاقد [2] .

وبتطبيق عقود خيار Condor على خيارات الشراء call options ، فإن المتداول يقوم بشراء خيار شراء بسعر تنفيذ أقل من أسعار السوق وبيع خيارين شراء بسعر تعاقد أعلى قليلاً من أسعار السوق ، وشراء خيار شراء بسعر تعاقد أعلى من أسعار السوق . وهذه الاستراتيجية تشبه عقود خيار butterfly spread بالنسبة للمركز

(1) Guy Cohen options Made Easy second Edition prentice Hall financial times 2005, pp255-260.

(2) (CBOE) options Dictionary.

الطويل Long trader حيث يقوم بشراء عقدى خيار شراء بأسعار تنفيذ الأطراف Extreme Exerise price وبيع خيارى شراء بأسعار تنفيذ متوسطة بين أسعار خيارى الشراء Intermediate Exerise .

ولتوضيح ما تقدم نفترض وجود أربعة خيارات لعقد Condor وذلك بالجدول التالى :

| Item | Exerise price | Option premium |
|---|---|---|
| Long 1 call | 90$ | 10$ |
| Short 1 call | 95$ | 7$ |
| Short 2 call | 100$ | 4$ |
| Long 1 call | 105$ | 2$ |

وبالتالي فإن إجمالي التكلفة لهذا العقد (١) دولار واحد ، فإذا تحركت أسعار السوق ٩٠ دولار فأقل فإنه لن يتم تنفيذ أى خيار ، وبالتالى خسارة دولار واحد ، أما لو تحركت أسعار السوق خلال الفترة الزمنية نحو ٩٥ دولار فإن خيار الشراء بسعر تعاقد ٩٠ دولار يربح (٥) دولار مطروحًا منه (١) دولار سعر التكلفة ، ويصبح إجمالى الأرباح ٤ دولار وسعر سوقى أكثر من ٩٥ دولار فإن بيع خيار الشراء بسعر تعاقد ٩٥ دولار سوف يكون ضد مصلحة Condor بسعر تعاقد (١٠٠) دولار ، و عند سعر سوق (١٠٠) دولار يحقق أرباحاً قدرها ٤ دولار ، أما إذا اتجهت الأسعار للإرتفاع عن ١٠٠ دولار بأن وصلت على سبيل المثال إلى ١٠٧ دولار تحقق النتائج التالية :

أ – يدر خيار شراء بسعر تعاقد ٩٠ دولار أرباحاً قدرها ١٧ دولار .

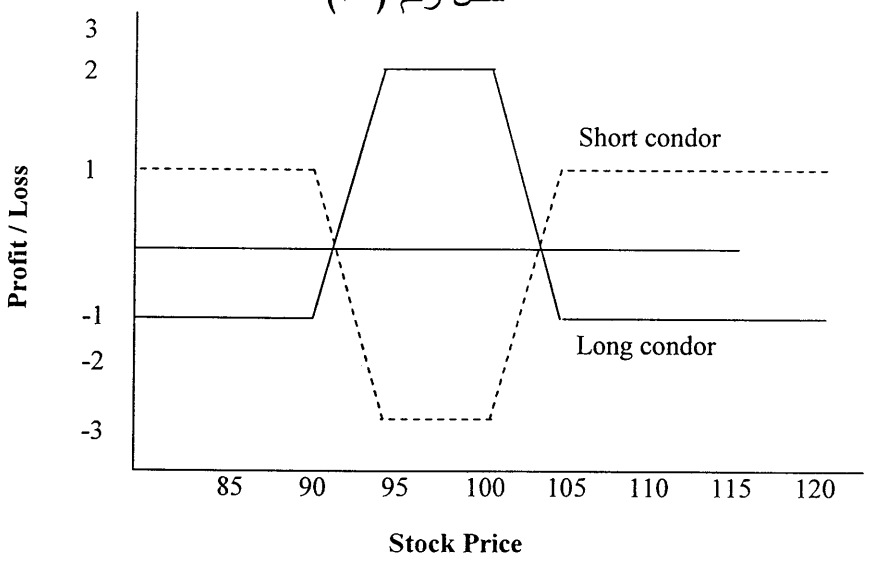
ب – يدر خيار شراء بسعر تعاقد ١٠٥ دولار أرباحاً قدرها ٢ دولار .

جـ – يحقق بيع خيار شراء بسعر تعاقد ٩٥ دولار خسائر قدرها ١٢ دولار .

د – يحقق بيع خيار شراء بسعر تعاقد ١٠٠ دولار خسائر قدرها ٧ دولار .

وبالتالي فإن النتيجة النهائية هى صفر ويتم تحقيق خسائر قدرها دولار واحد قيمة تكلفة شراء عقد خيار condor ، ونتيجة هذه العينة هى صفر - in a zero sum game ، حيث إن أرباح طرف تمثل خسائر الطرف الآخر . والشكل رقم (٣٠) يبين أرباح وخسائر عقد Condor والتى تحقق الأرباح فقط بين سعر المتوسطين ويتم عمل هذه الاستراتيجية فى حالة خيارات البيع بنفس الأسلوب وتعطى نفس النتائج .

شكل رقم (٣٠)




**٢-عقود خيار النسب A ratio spread :**

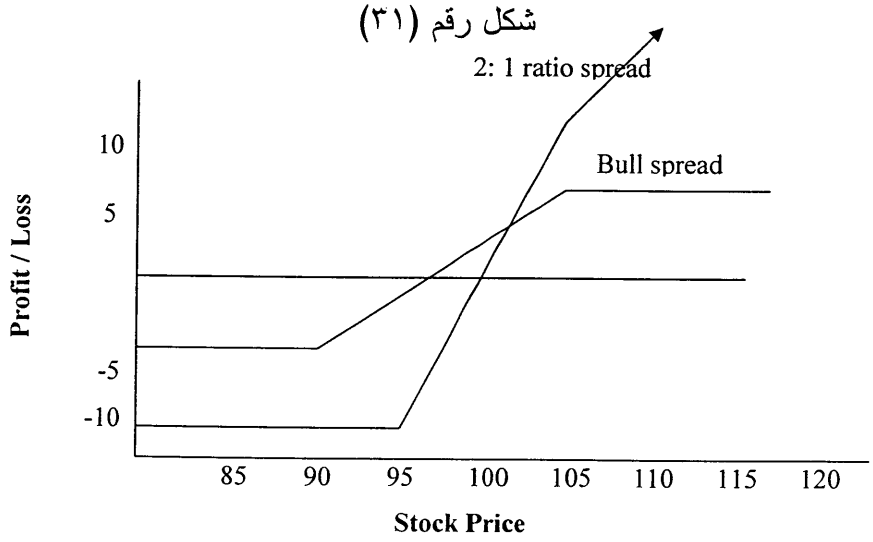
هذه العقود عبارة عن علاقة بين اثنين أو أكثر من خيارات البيع والشراء وتمثل بنسبة محددة وعلى سبيل المثال يمكن شراء خيارين شراء بسعر تنفيذ أقل من أسعار السوق وفى ذات الوقت بيع ثلاثة خيارات شراء بسعر تنفيذ أعلى من أسعار السوق .[1]

(1) Ratio spread constructed with either puts or call, the strategy consists of buying a certain amount of options and then selling a larger quantity of mor out-of-the money options. (Options Dictionary, www.cboe)

فى عقود الخيار Ratio spread يوجد عدد من عقود الخيارات المشتراه وعدد آخر من عقود الخيارات المباعة سواء خيارات الشراء أو البيع ، والمتداول يمكنه شراء عدد اثنين من الخيارات وبيع خيار واحد أى النسبة تكون ٢ : ١ ، ويمكنه شراء عدد (٢) خيار شراء عند سعر تنفيذ (X) ٩٥ $ وبتكلفة ٧$ للعقد الواحد وبيع خيار شراء واحد بسعر تنفيذ (X) ١٠٥ دولار بتكلفة ٣$ وفى هذا المثال فإن النسبة تكون ٢ : ١ ، وإجمالى التكلفة تكون ١١ دولار ، وإذا اتجهت أسعار السوق نحو ٩٥ دولار فأقل لن يمارس خيارى الشراء ويفقد ١١ دولار .

وإذا أتجهت أسعار السوق إلى ١٠٥$ فإنه يستطيع ممارسة حقه فى خيارى الشراء فإذا كانت أسعار الأسواق ١٠٥ دولار فإنه يربح ٢٠ دولار ويخصم ١١ دولار تكلفة الخيارين يكون صافى أرباحه ٩ دولار ، أما إذا تجاوزت أسعار السوق ١٠٥ دولار فإنه يستطيع تحقيق أرباح ولكن عقد بيع خيار الشراء بسعر تنفيذ ١٠٥ يقف عقبة أمامه ويقلل من أرباحه ، فنفترض أن أسعار السوق وصلت إلى ١١٠ دولار للسهم، ويحقق أرباحاً من عقدى خيار الشراء مقداره ٣٠ دولار مخصوم منه ١١ دولار أى ١٩ دولار ، وعقد بيع خيار شراء بسعر ١٠٥ يحقق خسارة قدرها ٥ دولار وبالتالى يكون الصافى ١٤ دولار .

شكل رقم (٣١)



ويوضح الشكل رقم (٣١) عاليه مقارنة ratio spread و bull spread فإن تكلفة ratio spread أعلى من bull spread حيث إن تكلفة الأول ١١ دولار والثانى ٤ دولار ، نفس المثال الخاص بـــ bull spread – ولكن الأرباح تكون أعلى فى Ratio spread فى حالة ارتفاع أسعار السوق ، ولكن فى عقود bull spread لن تزيد عن ٤ دولار – حد أقصى – وذلك عند ١٠٥ دولار بينما بواسطة استراتيجية ratio يمكن عمل تنويع بين الخيارات لزيادة الأرباح بين المتداولين .

# الفصل الثالث

## ( أسواق الخيارات في حالة الحركة )

## التنظيم الفني لأسواق الخيارات

من الأهمية بمكان كبير أن نبين ما يجرى عليه العمل في بعض الدول المتقدمة في هذه الأسواق ، لا سيما أسواق الخيارات بالولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها أكبر وأهم أسواق الخيارات في العالم ، لذلك نقسم هذا الفصل الي المباحث التالية :

**المبحث الأول : بورصات الخيارات**

**المبحث الثاني : تداول الخيارات**

**المبحث الثالث : تقاص عقود الخيارات**

**المبحث الرابع : طرق تسعير الخيارات**

## المبحث الأول

## بورصات الخيارات

الخيارات فى الولايات المتحدة الأمريكية تتداولت فى البدية فى السوق غير الرسمية (OTC) ، إلا أن عدم توحيد المعايير Standardization كان يحول دون انتعاش السوق ، وفى عام ١٩٧٣م تم افتتاح مجلس شيكاغو لبورصة الخيارات Chicago Borad Options exchange (CBOE) وبدأت تتداول بعقود خيارات الشراء ، فى عام ١٩٧٧م بدأ تداول خيارات البيع ، ثم انتشرت بورصات عقود الخيارات على مستوى العالم ، وبعد ذلك نتعرض لأنواع أسواق الخيارات والأصول محل تعامل هذه العقود كما يلى .

### المطلب الأول : انواع اسواق الخيارات

**١- أسواق الخيارات غير المنظمة OTC Option :**

بالرغم من التطور الذى حققه إدراج الخيارات فى البورصات ، فإن أسواق خارج المقصورة OTC لم تتراجع أو تضمحل خلال السنوات التالية لإدراج الخيارات حيث يتيح المزايا الآتية [١] :

١ - شروط عقود الخيارات يمكن تفصيلها "can be tailored" وفقًا لاحتياجات أطراف العقد .

٢ - السوق غير الرسمية هى سوق خاصة لا يتم الإفصاح فيها عن تفصيلات العمليات التى يتم تنفيذها ، ومزية عدم الإفصاح تحمى السوق من اضطرابه "Reeling Market" إذ إن فى الإفصاح عن عدد الخيارات بالبيع هى بمثابة رسالة للسوق أن لدى البعض أخبارًا سيئة أو العكس فى حالة خيارات الشراء [٢].

---

(1) David M . Weiss, After Trade is made: Processing Securities Transactions, New-York Institute of Finance, (NYIF CORP), 1986, P227.

(2) Don M. Chance, An introduction to Derivatives, p. 25.

٣ - إن التعامل فى السوق غير الرسمية غير مقيد بنظم معينة أو خيار معين لأصل معين أو لسعر تنفيذ معين أو لأجل معين ، حيث تتحدد الأسعار من خلال التفاوض " negotiated " بين الأطراف وكذلك تاريخ الصلاحية غير ثابت يختلف من عقد لآخر وبالتالى تلبى الاحتياجات المختلفة للأطراف ، وبالرغم مما تقدم فإن الأسواق الرسمية قد نظمت للمتعاملين إجراءات التداول وحددت ضوابطه وقواعده ، وأنماط التسوية ، وهوامش التأمين ، ووجود جهة تضمن تنفيذ الخيار.

**٢- أسواق الخيارات المنظمة Listed Option :**

تحدد بورصات الخيارات الأصول التى يسمح للتعامل فى الخيارات عليها ، فإذا كان الأمر يتعلق بخيارات الأسهم فإن البورصة تحدد الأسهم التى يمكن أن تكون محلاً للتعاقد فى البورصة ، وأهم متطلبات القيد فى بورصة شيكاغو للخيارات ما يلى (١):

١ - أن تحقق الشركة أرباحاً خلال آخر عامين ماليين لا يقل عن مليون دولار بعد استبعاد الأرباح غير العادية .

٢ - ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن ستة آلاف مساهم .

٣ - ألا يقل عدد الأسهم عن سبعة ملايين سهم من غير العاملين بالشركة .

٤ - ألا يقل حجم التعامل على أسهم الشركة عن ٢,٤ مليون سهم خلال اثنى عشر شهرًا الأخيرة ، ولا يقل السعر السوقى للسهم خلال الستة أشهر الأخيرة عن (١٠) $ للسهم .

وتوافر هذه الشروط فى الورقة المالية يجعلها نشطة وذات سيولة عالية بحيث

---

(1) Don M. Chance, Option & Futures, p. 21.

يستطيع المستثمر فى عقود الخيارات استعمال الخيار من عدمه من خلال مقارنة أسعار السوق بأسعار التنفيذ .

ويتم قيد عقود الخيارات بصرف النظر عن رغبة الشركة المبرم العقد على أسهمها ، فقرار القيد هو قرار إدارة السوق والجهة المنظمة ، وقد رُفضت دعوى شركة GOLDEN NUGGET لمنع تداول عقود خيارات على أسهمها لعدم ثبوت الضرر على الشركة من جراء هذه التعاملات (١).

وتشكل أهم خمس بورصات للخيارات فى الولايات المتحدة الأمريكية السوق الثانوية وهى بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) ، والبورصة الأمريكية (AMEX) ، وبورصة فلادفيا (PHLX) ، وبورصة الباسيفيك (PXC) ، وبورصة نيويورك (NYSE) . وهذه البورصات هى أسواق مستمرة وشبيهة بالبورصات العادية ، وتقوم أسواق الخيارات بتوفير السيولة للمستثمرين وهى من أهم متطلبات التداول الناجح ، فالمستثمر يستطيع أن يعطى أمرًا بالبيع أو الشراء فى أى وقت وبالسعر الذى يتحدد وفقًا لقوى العرض والطلب ، حيث قامت البورصات بتوحيد تاريخ وسعر الممارسة ، فمثلاً حق خيار الشراء ٥٠ لشهر مايو هو نفسه أى خيار آخر من نفس النوع والتاريخ (٢).

---

(١) أد./ منير هندى ، إدارة المخاطر ، الجزء الثالث ، عقود الخيارات ، ط١ ، منشأة المعارف ، الإسكندرية، ٢٠٠٧م ، ص ٣٦.

(2) Charles P. Jones, investments Analysis and Management, 9th .edition, John Wiley& Sons, Inc. 2004, Chapter, 19, p506.

## المطلب الثانى : الأصول المالية محل عقود الخيارات :

تتنوع هذه الأصول وأهمها ما يلى :

### أولاً : خيارات شراء الأسهم Stock Options :

**أ – التعريف :**

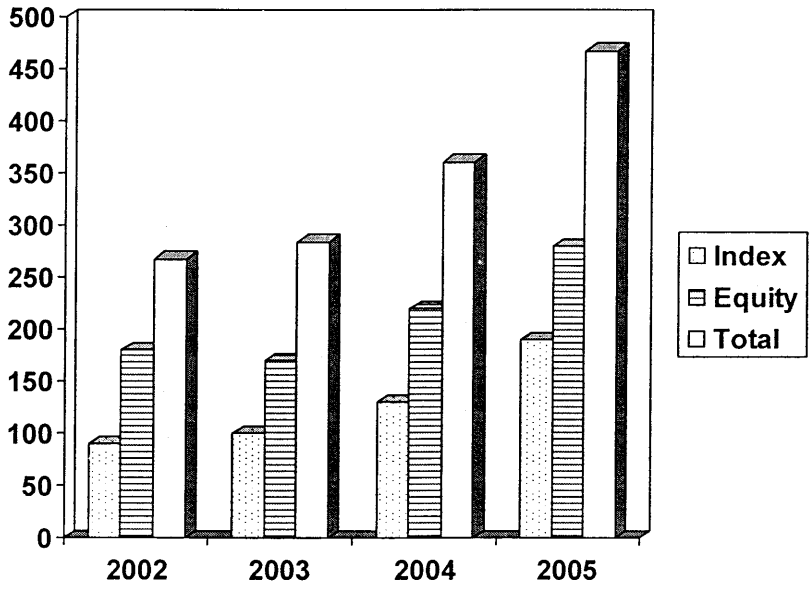
هى مجموعة من الأسهم التى تصدرها شركات معينة ويطلق عليها Equity Option وتعنى بالخيارات على الأسهم العادية [1]، بينما يطلق على الخيارات على السلع Commodities ، والمؤشرات بـــ Non-equity option .

ويبين الشكلين رقمين (٣٢، ٣٣) حجم تداول خيارات الأسهم فى بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٥ ، وزيادة حجم التداول على خيارات شراء السهم إلى ٢٧٥,٦ مليون عقد ، بالرغم من إن عدد العقود ٢٢٤,٣ مليون عقد فى عام ٢٠٠٤ ، وتستحوذ عقود الخيار على الأسهم بنسبة ٥٩% من حجم التداول على عقود الخيارات ، وقد سجل حجم التداول ٢,٧ مليون عقد لكل يوم فى عام ٢٠٠٦ بالمقارنة بنفس الفترة من العام السابق ١,٩ مليون عقد لكل يوم [2].

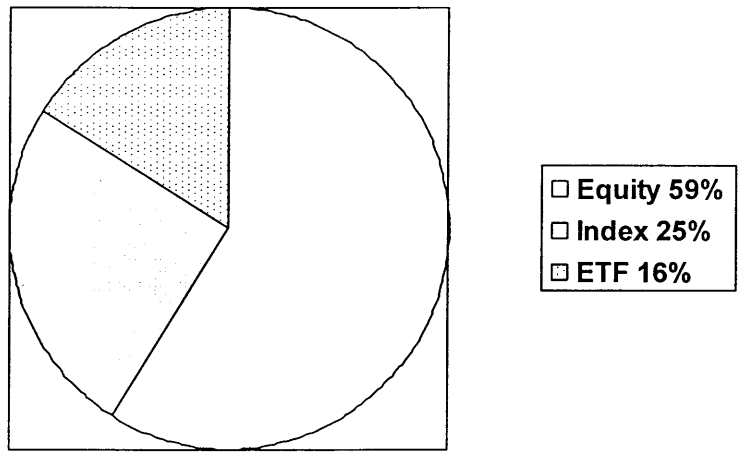
---

(1) The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, p23.
(2) Chicago Board Options Exchange, CBOE 2006.

شكل رقم (٣٢)




شكل رقم (٣٣)




Source: From Chicago Board Options Exchange, CBOE 2005

## ب – نشرة أسعار عقود خيارات الأسهم Option Price Quotations :

ويتم نشر أسعار خيارات الأسهم على شاشات التداول حيث تظهر لوحة التداول أسعار الأصل محل العقد من حيث اسم الأصل والورقة المالية ، وآخر سعر تداول ، ومقدار التغير عن اليوم السابق ، وأفضل طلب ، وأفضل عرض ، وأعلى سعر وأدنى سعر خلال جلسة التداول ، وبالنسبة لشكل لوحة التداول الإليكترونى لأسعار خيارات الأسهم ، يظهر شهر التنفيذ وسعر التنفيذ ، وسنة التنفيذ ، ورمز الورقة ، وآخر سعر لعقد الخيار ، ومقدار التغير عن السعر السابق ، وأفضل طلب وأفضل عرض ، وحجم التداول ، وأخيراً يظهر عدد العقود المفتوحة ( التى لم يتم تنفيذها )، وذلك لعقد خيار الشراء أو عقد خيار البيع ، ويوضح الشكل رقم (٣٤) كيفية نشر أسعار عقود الخيارات على الشاشات [١].

الأصل محل عقد الخيار MSFT: Microsoft CO.

| وقت التداول | حجم التداول | أعلى سعر | أقل سعر | العرض | الطلب | التغير | آخر تداول |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 12 :25 :30 | 16.000.000 | 46 | 45 | 45.70 | 45.78 | 0 | 45.78 |

| عدد العقود المفتوحة | حجم التداول | العرض | الطلب | التغير | آخر سعر | الرمز | السنة | سعر التنفيذ | Puts |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1001 | 0 | 1/8 | 0 | 0 | 1/8 | MSQA | 2001 | 40 | Jon |

ويتضح من الجدول أدناه نموذج لنشرة أسعار الخيارات بالصحف على الأسهم العادية فى الولايات المتحدة الأمريكية لإحدى جلسات تداول لأسهم شركة xyz ما يلى [٢]:

---

(1) Guy Cohen, "options Easy, second edition", 2005, p31.

(٢) حرف (r) وحرف (s) ليس لهما معنى محدد ، ومع ذلك درجت الصحف فى الولايات المتحدة الأمريكية سيما جريدة وول ستريت جورنال على هذه الأحرف فى تقاريرها للأسعار .

Robert W.Kolb, p. 335.

١ – سعر الإغلاق فى السوق الحاضرة لأسهم شركة xyz 96 7/8 $ لكل سهم .

٢ – يعرض الجدول الخيارات المقيدة لأسهم شركة xyz بأسعار تنفيذ على مسافات أو أسطر أو فواصل 90$ ، 95$ ، 100$ ، 105$ .

٣ – مدة صلاحية الخيارات ثلاثة أشهر (فبراير ، مارس ، إبريل) ، فى ذات العام .

٤ – ويعرض الجدول أسعار كل من خيارات الشراء calls وخيارات البيع puts.

٥ – يشير حرف (r) إلى عدم وجود تداول فى هذا اليوم فى تقرير الأسعار ، ويشير حرف (s) إلى أن الخيار غير مدرج للتداول .

٦ – فى خيارات الشراء عند سعر تنفيذ 100$ ، صلاحية شهر مارس ، سعر الخيار بـــ 17/8 $ ، أو 1.875 $ ، ويمثل سعر عقد خيار شراء لسهم واحد فقط ، ومع ذلك فكل عقد خيار يمثل عدد ١٠٠ سهم ، ومشترى عقد الخيار يجب أن يدفع مبلغ 187.50 $ للعقد الواحد ، ويعطى هذا العقد للمشترى الحق فى شراء عدد ١٠٠ سهم من أسهم الشركة xyz حتى انتهاء الصلاحية فى شهر مارس .

| XYZ | Strike Price | Calls | | | Puts | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 96 7/8 | | FEB | MAR | APR | FEB | MAR | APR |
| | $ 90 | 6 5/8 | s | 9 1/8 | 5/8 | S | 1 3/8 |
| | $ 95 | 2 7/8 | 4 3/8 | 5 1/2 | 1 5/8 | 2 5/8 | 3 1/8 |
| | $ 100 | 7/8 | 1 7/8 | 3 1/8 | 4 5/8 | R | 6 1/4 |
| | $ 105 | 1/4 | 13/16 | 1 5/8 | 9 1/2 | R | 11 |

وبدراسة العلاقة بين أسعار التنفيذ وأسعار السوق ، ومدة الصلاحية ، وأثر ذلك على أسعار الخيارات ، النتائج الثلاث الآتية :

١ - دائمًا ما تكون أسعار عقود الخيارات أعلى كلما كانت أطول أجلاً ، سوء كانت خيارات بيع أو شراء .

٢ - بالنسبة لخيارات الشراء ، كلما انخفضت أسعار التنفيذ Strike price ، بالمقارنة بسعر السهم السوقى Market price كلما زادت قيمة العقد (سعر الخيار) .

٣ - بالنسبة لخيارات البيع ، كلما ارتفع سعر التنفيذ بالنسبة لسعر السهم السوقى ، كلما زادت قيمة العقد (سعر الخيار) .

**ثانياً : خيارات المؤشرات : Index Options :**

**أ- تعريف خيارات المؤشر :**

وهى تتبع أداء مجموعة من الأسهم Stocks أو المعادن النفيسة Precious metals ، أو أى مجموعة من الأصول التى لها مؤشرات Group of Ass be Indexed .

وتمثل خيارات المؤشرات فى بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) ٢٥% من حجم تداول الخيارات وذلك عام ٢٠٠٥ ويظهر ذلك فى الشكلين رقمين (٣٢، ٣٣) السالف الإشارة إليهما، وتمثل عقود خيار مؤشر S & P 500 من أنشط خيارات المؤشرات المتداولة فى بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) حيث نما حجم التداول فى عام ٢٠٠٥ إلى ٧١,٨ مليون عقد بنسبة ارتفاع ٤٠% عن عام ٢٠٠٤ .[١]

(1) Annual Report 2005 Option. CBOE.

**ب – فوائد خيارات المؤشر Benefits of index options :**

المؤشر يقيس أسعار مجموعة من الأوراق المالية ، ويعكس خصائص كل من الأوراق المالية المكونة له ، وخيارات المؤشر لا تمنح المستثمر الحق فى شراء أو بيع الأوراق المالية المكونة للمؤشر ، ولكنها تعطى مشتريها الحق فى الحصول على ما يزيد عن أسعار التنفيذ ، وذلك خلال فترة زمنية محددة ، وتتيح هذه الخيارات المزايا الآتية [1]:

١. التنويع Diversification :

المؤشر يمثل محفظة أوراق مالية ، وشراء عقد خيار على مؤشر ما يتضمن شراء نسبة من جميع الأسهم المكونة للمؤشر.

٢. تحديد المخاطر للمشترى Predetermined Risk for Bayer :

تتحدد مخاطر المشترى بقيمة سعر الخيار ، ولا تزيد خسائره فى جميع الأحوال عن سعر الخيار .

٣. تزود المشترى بالرافعة المالية Leverage :

تخضع عقود خيارات المؤشر لمتطلبات الهامش شأنها فى ذلك شأن عقود الخيارات على الأسهم الفردية ، غير أن هناك اختلاف يتمثل فى أن متطلبات الهامش ضرورية بصرف النظر عما إذا كان الخيار مغطى Co vend index أو غير مغطى No ked index .

٤. ضمان تنفيذ العقد Guaranteed contract per performance:

لوجود مؤسسة تقاص الخيارات (OCC) ، التى تقوم بدور البائع للمشترى والمشترى للبائع ، وكل أسعار الخيارات وتسويتها تتم من خلال هذه المؤسسة ، والتى يشترط أن تحصل على تقييم بدرجة ممتاز (AAA) من مؤسسة Stander &Pours Co. ، وتسجل بهيئة سوق المال SEC .

---

(1) AMEX, CBOE,PHLX, " understanding index options, Jan., 2001, PP 5-6.

**جـ - استراتيجيات خيارات شراء المؤشرات :**

خيار شراء المؤشر (index call option) يعطى مشتريه الحق فى المشاركة فى أرباح المؤشر التى تزيد عن سعر التنفيذ حتى تاريخ انتهاء صلاحية العقد ، وأرباح المشترى غير محددة بينما خسائره محددة بمقدار سعر الخيار Premium ، ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالى :

نفترض أن مؤشر XYZ مستواه الجارى 200 نقطة ، وأن المستثمر المتفائل bullish قرر شراء عقد على مؤشر XYZ بفترة صلاحية ستة أشهر عند مستوى 205 نقطة بسعر 4.75 $ لكل عقد ، وتكون تكلفة الخيار 475 $ ( المضاعف Multiplier 100 × 4.75 ) ، وبالتالى فإن المشترى قرر أن يخاطر بـــ 475 $ لو أن مستوى الأسعار لم يرتفع فوق 205 نقطة خلال فترة صلاحية خيار الشراء Call Expires .

ونقطة التعادل the break Even- point ( BEP ) تساوى 209.75 ( سعر الممارسة (S) + سعر الخيار Premium 4.75 $ ، وإذا أرتفعت قيمة المؤشر فوق نقطة التعادل خلال مدة العقد ، تمثل أرباح للمشترى .

ويمكننا أن نحصر النتائج المحتملة فى تاريخ انتهاء صلاحية الخيار على النحو التالى :

١. **مستوى مؤشر XYZ فوق نقطة التعادل (209.75 ) :**

لو فى تاريخ صلاحية الخيار ارتفع مستوى المؤشر إلى 215 نقطة تكون القيمة الذاتية للخيار intrinsic value تساوى 10$ قيمة التـــسوية 215 سعر التنفيذ 205 $ ، وتكون الأرباح الصافية net profit 525 $ ( مبلغ التسوية 1000 $ - تكلفة الخيار 475 $ ).

٢. **مستوى مؤشر XYZ بين سعر التنفيذ ( 205) ونقطة التعادل (BEP) :**

لو المؤشر فى تاريخ الصلاحية ارتفع مستواه عند 207 نقطة فإن القيمـــة

الذاتية تساوى 2 $ ( قيمة التسوية 207 – سعر التنفيذ 205 ) وأيضاً فى هذه الحالة من مصلحة المشترى ممارسة العقد حيث يحصل على مبلغ 200 $ ( 2$ × 100 Multiplier ) ، وهذا المبلغ يخصم من تكلفة الخيار 475 $ ، وتكون الخسارة فى هذه الحالة 275 $ .

٣. **مستوى مؤشر XYZ أقل من سعر التنفيذ ( 205) : :**

لو انخفض المؤشر عن مستوى سعر التنفيذ (205) بأن أصبح 198 نقطة مثلاً ففى هذه الحالة فإن الخيار لا يكون له قيمة حيث يكون غير مربح Out-Of-The-Money ، ويخسر المشترى كامل قيمة سعر الخيار 475 $ وقدرة .

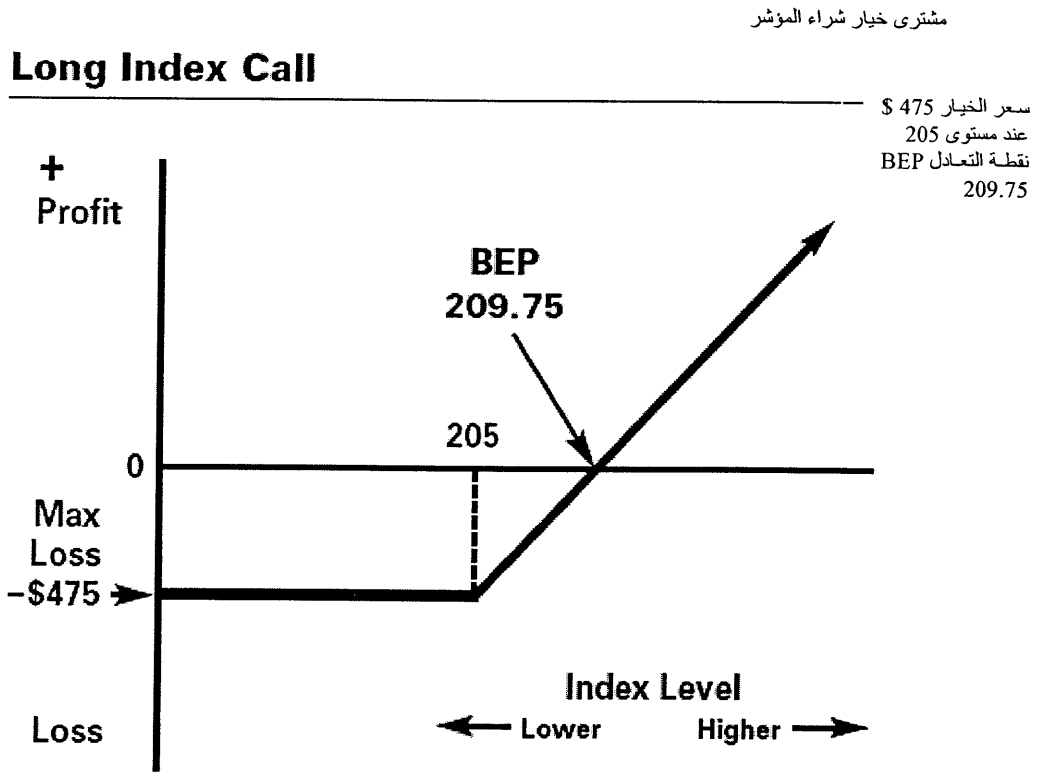
ويلاحظ فى هذه الحالة أنه إذا انخفض المؤشر أكثر من ذلك فإن الخسارة لا تزيد عن 475 $ .

ويمكن أن نخلص مما تقدم فى الجدول التالي [١]:

| مستوى المؤشر خلال فترة الصلاحية | مؤشر XYZ انخفض إلى 198 ( تحت سعر التنفيذ ) | مؤشر XYZ ارتفع إلى 207 نقطة ( بين نقطة التعادل وسعر التنفيذ ) | مؤشر XYZ ارتفع إلى 215 نقطة ( فوق نقطة التعادل ) |
|---|---|---|---|
| تحرك مستوى المؤشر | 2 pts | 7 pts | 15 pts |
| قيمة خيار الشراء فى تاريخ الصلاحية ( لكل عقد ) | 0 Out-of-the-money | $ 2 | $ 10 |
| أقل سعر خيار مدفوع لعقد خيار شراء المؤشر | $ 4.75 | $ 4.75 | $ 4.75 |
| صافى الأرباح والخسائر ( لكل عقد × ١٠٠ المضاعف ) | – $ 475 | – $ 275 | + $ 525 |

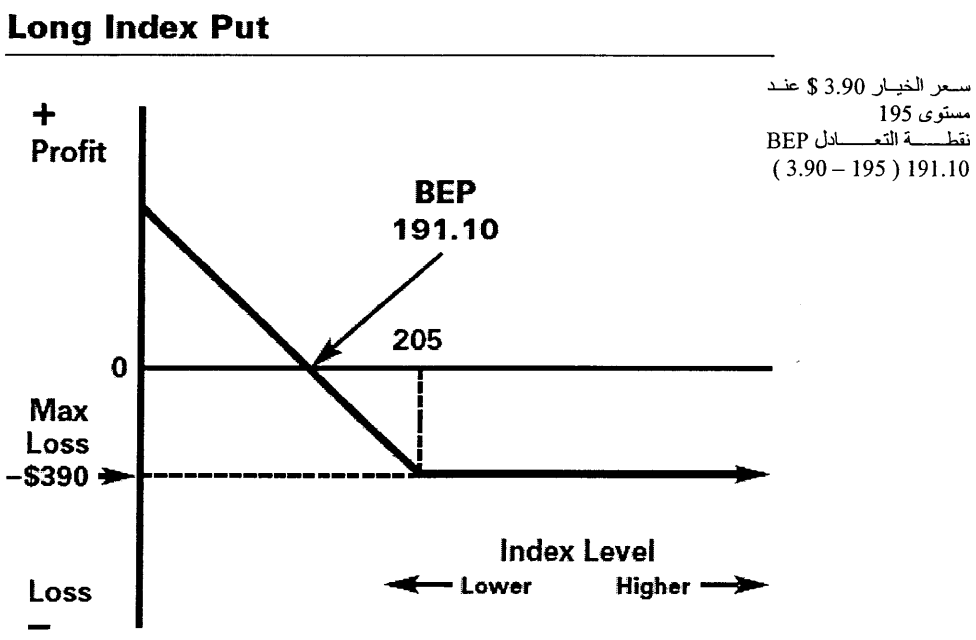
(١) تم إبعاد آثار العمولة وتكاليف العملية والضريبة .

ويمثل الشكل رقم (٣٥) إستراتيجية خيارات شراء المؤشرات




شكل رقم (٣٥)

وبالنسبة لخيار بيع المؤشر Index put option تتم بنفس استراتيجية خيارات شراء المؤشر ولكن مشترى خيارات بيع المؤشر ( bearish) يضارب على هبوط مستوى المؤشر عن مستوى سعر التنفيذ خلال فترة صلاحية الخيار ، ويمثل الشكل رقم (٣٦) إستراتيجية عمل شراء خيارات بيع المؤشر buying index puts .




شكل رقم (٣٦)

**د – نشرة أسعار خيارات المؤشر:**

وتظهر أسعار خيار المؤشرات والتى يتم نشرها يوميًا بالصحف وعلى مواقع الانترنت حيث يظهر فى العمود الأول شهر التنفيذ وأسعار تنفيذ خيار الشراء (C) ، وسعر إقفال الخيار ومقدار التغير عن إقفال اليوم السابق ، ويظهر العمود الأخير عدد العقود المفتوحة Open Interest [1]، وكذلك بالنسبة لخيارات البيع .

(١) العقود المفتوحة Open Interest هى العقود المتداولة أو القائمة فى نهاية يوم العمل والتى لم تنفذ بعد ، وتمثل التزامات على البائعين بالتسليم فى وعلى المشترين بالاستلام ، وتمثل مجموع المراكز الطويلة أو المراكز القصيرة أى العقود المعلقة .

Open interest the number of outstanding option contracts exchange market a particular class or series. (Option Dictionary, CBOE).

### ثالثاً : خيارات العملات الأجنبية Foreign Currency :

وهى الخيارات على قيمة العملات الأجنبية كسلعة محل عقد الخيار ، ومعظم خيارات العملات الأجنبية تتركز فى بورصة فلادفيا (PHLX) ، وتعقد هذه الخيارات لعدد محدود من وحدات العملة الأجنبية وعلى سبيل المثال ، عقد خيار على ٦٢,٥٠٠ مارك ألمانى ، أو عقد خيار على ٣١,٢٥٠ جنيه استرلينى ، أو عقد خيار على ٦,٢٥٠,٥٠٠ ين يابانى ، وتختلف الخيارات على الدولار الأمريكى إذ تتراوح قيمة العقد ما بين ٢٥ ألف إلى ٧٥ ألف دولار أمريكى ، وهى تشبه خيارات الأسهم إلا أنها تستلزم تسليم الأصل على العقد عند الممارسة [١].

ويتم الإفصاح عن أسعار Quotations عقود خيار العملات الأجنبية بنفس طريقة الإفصاح عن عقود الخيارات السابقة حيث يظهر فى العمود الأول قيمة العملة والعمود الثانى شهر التنفيذ وحجم خيار الشراء وسعره ثم حجم خيار البيع وسعره .

### رابعاً : عقود خيارات المستقبليات Futures Options :

وترد هذه الخيارات على عقود المستقبليات كسلعة محل عقد الخيار ، ويتم تداول هذه الخيارات فى الولايات المتحدة الأمريكية فى بورصات المستقبليات فقط ، على العقود النشطة Active Futures Contracts ، وأكبر بورصتين لتداول هذه الخيارات هى بورصة Chicago Board of Trade (CBOT) ، وبورصة Chicago Mercantile Exchnge (CME) حيث يستحوذان على ٨٥% من حجم تداول عقود خيارات المستقبليات ، ثم يأتى بعد ذلك بورصة نيويورك للتجارة New York Mercantile Exchange (NYME) [٢] .

---

(1) David M. Weiss, After Trade is made: Processing Securities Transactions, New-York Institute of Finance, (NYIF corp.), 1986, P229.

(2) William F. Sharpe, investments, p 477.

بفضل نجاح منتج عقود خيار المستقبليات ، وتنوع الأصول محل هذه العقود تأتى فى المقدمة عقود خيار المستقبليات التى ترد على الأوراق المالية Financial Instruments وتمثل نسبتها ٦٠% من حجم عقود الخيارات على المستقبليات ثم عقود خيارات المستقبليات على مؤشرات الأسهم Option on Stock Index Futures ، عقود الخيار على مستقبليات أسعار الفائدة ثم مؤشرات البورصات الأجنبية ثم بعد ذلك الخيار على المستقبليات ، العملات ، والطاقة والحبوب والزراعة ...إلخ [١].

وعلى الرغم من كثرة الأصول محل عقود الخيارات فيتم ابتكار أصول جديدة تكون محلاً لهذه العقود حيث إن من وظائف بورصات الخيارات البحث عن عقود جديدة كل يوم ، بل لقد ذهب البعض إلى المناداة لتنظيم عقود الخيارات والمستقبليات لشراء الأعضاء البشرية[٢] .

---

(1) Robert W. Kolb, Futures, Options & Swaps, p. 323.

(2) Gregory S. CrespI. "Overcoming the legal obstacles to the creation of a future market in bodily organs, 55(1) Ohio States Law Journal, 1994, pp. 1-63.

## المبحث الثانى

## تداول الخيارات

تداول عقود الخيارات يتم فى بورصات معينة وهى عبارة عن اتحادات تطوعية لا تهدف إلى الربح ، وتوفر سوقًا منظمة بها قواعد محددة ، ويوجد فى كل بورصة صالة "Floor" لإجراء عمليات التداول ، وفى كل صالة يوجد عدد من الأماكن يلتقى فيها المتعاملين من أعضاء السوق ، ويطلق على عضوية البورصة بالحصول على مقعد فى البورصة "Seat" ، وكذلك يوجد بهذه البورصات أنواع من المتداولين فيها يشكلون نظام التداول فى البورصة ، وبجانب ذلك توجد مؤسسة المقاصة والتسوية Clearing House لتسهيل التعامل وتحقيق الانسيابية فى السوق ونوضح ما تقدم فى المطالب التالية :

### المطلب الأول : عضوية المنظمة "البورصة" Membership of Exchange :

يقتصر التداول فى بورصات الخيارات على الأعضاء Memberships ، وقد يكون العضو شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً ، ويخضعون لإشراف وتوجيه إدارة البورصة حيث تضع الحد الأدنى لرأس المال والتأكد من الالتزام بالقواعد ، وتخضع كذلك البورصة لإشراف وتوجيه من قبل الدولة ممثلة فى هيئات أسواق المال [١]، وتتطلب قواعد بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) شروطاً أساسية للعضوية تتمثل فيما يلى [٢]:

---

(1) Member organization- this term includes New York stock Exchange member firms and member corporation. (NYSE, Glossary of terms & Acronyms, p21).

(2) Rule 3-9, CBOE

١ - ألا يقل سن العضو الفرد عن ٢١ عامًا وبالنسبة للأشخاص الاعتباريين يجب أن يأخذ شكل شركة خاضعة لقوانين الولايات المتحدة الأمريكية .

٢ - ويجب على العضو الفرد أن يسجل كسمسار أو تاجر وفقًا للقسم ١٥ من قانون البورصات لسنة ١٩٣٤ ، حيث يشترط أن يكون عضو البورصة مقيد سمسار فيما عدا الأشخاص المستأجرين لمقاعد العضوية "Seats" .

٣ - يجب أن يكون العضو حسن السيرة .

٤ - استيفاء المتطلبات المالية بالنسبة للأفراد أن لا يقل صافى الدخل عن ٢٥ ألف دولار وللشركات أن لا يقل صافى رأس المال عن ٥٠ ألف دولار أمريكى .

٥ - اجتياز الاختبارات للتأكد من القدرة على التعامل مع آليات التداول بالبورصة وتنفيذ قواعدها وقواعد مؤسسة التقاصي "التسوية والمقاصة" ، والقوانين الفيدرالية ، والحصول على موافقة لجنة العضوية Member Committe .

٦ - العضو الفردى المؤجر أو المالك لمقعد فى البورصة يجب أن يرخص له بالتداول من قبل أحد الأعضاء المؤسسين مثل صناع السوق Market Makers .

ويطلق على عضوية البورصة بالمقاعد Seats ، وهذه المقاعد محددة تتيح للعضو الحق فى إجراء عمليات التداول داخل صالة البورصة ، لذلك يمكن للعضو بيعها أو تأجيرها Lessor ، حيث إن هذه المقاعد تعد بضاعة ولها سوق تباع وتشترى فيه ، وأسعار هذه المقاعد تتوقف على حجم التداول فى السوق ويتم نشر أسعارها على الجمهور حيث يعرض أعلى وأدنى سعر بيع به المقعد [١].

---

(1) Seat-the traditional term for the right to trade on the trading floor of the Exchange I.E.(NYSE), the owner of seats are considered members of the Exchange I.E.(NYSE), New York stock Exchange, Glossary of terms & Acronyms, p25).

وقد ارتفعت أسعار المقاعد فى بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) خلال عام ٢٠٠٥ وحتى مارس ٢٠٠٦ ، حيث بيع المقعد فى يناير ٢٠٠٥ بمبلغ ٢٩٩٠٠٠ دولار أمريكى ، ثم استمرت الأسعار فى الارتفاع حتى بيع فى شهر يوليو بمبلغ ٧٥٥٠٠٠ دولار بنسبة ارتفاع ٢٠٠% ، وفى نهاية عام ٢٠٠٥ فى شهر ديسمبر بيع المقعد ٨٧٥٠٠٠ دولار، وفى بداية عام ٢٠٠٦ وصل سعر المقعد إلى ١٠٠٠٠٠٠ دولار فى شهر فبراير إلى أن وصل سعر المقعد إلى ١١٥٠٠٠٠ دولار فى شهر مارس ، وفى بداية عام ٢٠٠٧ زادت أسعار المقاعد بنسبة ١٠٠% ، فأول مقعد بيع فى يناير ٢٠٠٦ بمبلغ 875.000 $ ، وفى نهاية نفس العام وصل سعر المقعد إلى 1.775.000$، ويبين الشكلين رقمين (٢) ، (٣) من الملحق تطور أسعار مقاعد بورصة شيكاغو للخيارات .

## المطلب الثانى: أنواع المتداولين Types of Traders :

يوجد ثلاثة أنواع من المتعاملين الذين يحق لهم التواجد بصالة البورصات لإجراء عمليات التداول وهم صناع السوق Market Makers وسماسرة الصالة Floor Brokers ، والمسئولين عن قائمة الأوامر Order Book Officials ، ويتبين أدوار كل فئة من هذه الفئات وذلك على النحو التالى :

### أولاً : صانع السوق Market Maker :

#### أ – التعريف :

صناع السوق هم شركات للأوراق المالية تعقد الصفقات ، ودائمًا يقفون على أهبة الاستعداد لشراء أوراق مالية معينة أو عقود خيارات معينة لوصفها فى قائمة المخزون لديهم أو البيع من هذه القائمة [1].

(1) New York stock Exchange, constitution and rules, Oct, 1995, p580).

إن صناع السوق يخاطرون عندما يشترون أو يبيعون بأموالهم الخاصة ، عكس السماسرة brokers الذين يشترون الأسهم أو العقود من صناعى السوق ، ويبيعونها لمصدر آخر وهو العميل بدون استخدام أموالهم الخاصة ولا يقبلون على هذه العملية إلا إذا كانت لديهم صفقة بيع جاهزة ، فى حين أن صناع السوق يشترون الأسهم ويحتجزونها لديهم لحين العثور على مشترى. الكثير من شركات السماسرة تقوم بمهمة صناعة السوق ، مثل شركة مبريل لينش ، وقد تمتلك هذه الشركات أسهمها فى العديد من الشركات المصدرة ، وقد تقوم شركات أخرى من صناع السوق بصناعة السوق لعدد محدود من الأوراق المالية والقاسم المشترك لشركات صناعة السوق هى الاستعداد لبيع أو شراء الأوراق المالية المدرجة بالبورصات .

**ب – أنواع صناع السوق [1]:**

وقد يتعامل صناع السوق بالجملة أو القطاعى ،إذ قد لا يكون لديهم بالجملة سوى عدد قليل من الأشخاص الذين يؤدون لهم عمليات التداول ، وبالتالى يتركز معظم نشاطهم فى عمليات التداول فيما بين سماسرة القطاعى ، وهو ما يسمى بالبيع بالجملة ، أما صانع السوق القطاعى فهو عبارة عن إدارة التداول فى شركات سمسرة ، وبوجه عام يقوم صانع السوق للجملة بصناعة السوق المناسبة لمئات الأوراق المالية ، بينما يقوم صانع السوق للقطاعى بصناعة السوق لعدة عشرات من الأوراق المالية .

وتؤدى شركات صناعة السوق دورها بتوفير رأسمال مناسب لدعم السوق حتى تستطيع تحقيق التوازن فإذا كان هناك كثير من المساهمين الراغبين فى البيع مثلاً ، فإن صانع السوق يتخذ مركزاً طويل الأجل – مشترى – ويحتجز الأوراق المالية فى المخزون، إلى أن يأتى إليها المشترون ، ولابد أن يكون قادرًا على تلبية طلبات البيع والشراء فى وقت لاحق .

---

(1) James B. Ark Bauer, Going Public, international publishing & distribution house, Egypt, Cairo.

ترجمة ليلى زيدان مراجعة فايز حكيم ، الدار الدولية للنشر والتوزيع .

### جـ – أهداف صناع السوق:

تقوم هذه الشركات بصناعة السوق من أجل تحقيق الأرباح "Make a Profit" من خلال الفرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء "Spread" حيث يتم بيع الأوراق المالية بأسعار أعلى من أسعار الشراء . وبعض هذه الشركات تؤدى هذه الخدمة ليس على أساس تحقيق الأرباح ، وإنما بغرض تأدية خدمة للسوق من أجل أن تدور عجلة العمل إذ قد يبيعون الأوراق المالية بتكلفتها مع إضافة مصروفات معقولة ، وكذلك قد يقوم صناع السوق بتداول الأوراق المالية من خلال عمليات المراجحة "arbitrage" إذ يبيعون الورقة ذاتها فى أسواق مختلفة فى آن واحد ، وهى إحدى طرق تحقيق الأرباح من الفروق فى الأسعار بين البورصتين .

### د – تسجيل صناع السوق:

يتم تسجيل صناع السوق Register بسوق الخيارات بعد موافقة لجنة العضوية "Member Committee" ، ويتم تخصيص صناع السوق لعدد من عقود الخيارات المغطاة لورقة معينة ويطلق عليها Class of Options ، وأيضًا تخصيص عدد من صناع السوق لعدد عقود الخيارات مغطاة بذات الأصل series ولكنها لها نفس سعر التنفيذ وتاريخ الصلاحية [1].

(1) Class of options means all options contracts of the same type and kind covering the same under laying security, or underplaying stock Group.
Series of options means all option contracts of the same class having the same exercise price and expiration date "The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, p26 ".

**هـ – مسؤليات صانع السوق:**

**١ – صناعة السوق :**

ويلتزم صانع السوق بصناعة السوق للعامة من خلال الوقوف على أهبة الاستعداد Standing Ready لشراء وبيع الخيارات لذلك يركز صانع السوق على عدد محدود من الأسهم أو من الخيارات وأيضًا يحصلون على معلومات من المتداولين لعقود الخيارات الآخرين ومن المتداولين على الأسهم محل الخيارات أيضًا .

**٢ – توافر الملاءة المالية :**

يلتزم صانع السوق بتقديم خطاب ضمان "Letters of Guarantee يصدر منه عن طريق عضو التسوية Clearing Member لتقديمه إلى البورصة ليتمكن من إتمام عقد الصفقات [١] ، والهدف من تقديم خطاب ضمان عن طريق عضو التسوية التأكد من إن صانع السوق لديه القدرة المالية لتنفيذ صفقات عقود الخيارات فى البورصة وتسويتها بمؤسسة التقاصي .

**٣ – التقيد بقواعد البورصة :**

صناع السوق يتقيدون بقواعد البورصات المسجلين بها حيث يتقيدون بالقواعد التى وضعها الاتحاد القومى لتجار الأوراق المالية "NASDAQ" ، إذ يلتزمون بتداول الأوراق المالية بالأسعار التى تظهر على نظام "NASDAQ" نظام عروض الأسعار الآلى [٢]، هذا فضلاً عن أنه محظور على صناع السوق القفز من

---

(١) Letter of guarantee shall be in a form prescribed by the exchange and shall provide that issuing clearing member accepts financial responsibility for exchange transactions made by the guarantee market - maker when executing such transaction through the issuing clearing member (Rule 8.5)

(٢) NADAQ. National Association of securities Dealers (Market- maker) Automated quotations – over- the- counter market (New York stock Exchange Glossary of terms & Acronyms, p43).

شراء الأوراق المالية إلى بيعها خلال يوم واحد ، ولابد أن يكونوا على استعداد دائمًا لشراء وبيع الأوراق المالية واحتجازها فى المخزون لديهم ، وينبغى أن تكون الأسعار التى يقدمها صناع السوق فى النظام متقاربة إلى حد معقول مع الأسعار السائدة للأوراق المالية ، وتنطبق هذه القواعد على جميع البورصات فى الولايات المتحدة الأمريكية .

ويلتزم صانع السوق بعدم تجاوز الفروق Spreads بين الطلبات Bids ، والعروض Offer نسبة معينة ، ففى حالة عدم تجاوز سعر الخيار عن دولار واحد ينبغى أن لا تزيد نسبة الفروق بين العروض والطلبات عن 0.25 $ ، وفى حالة عدم تجاوز سعر الخيار 5 $ ينبغى أن لا تزيد عن 0.50 $ ، وفى حالة عدم تجاوز سعر الخيار 10 $ تكون النسبة لا تزيد عن 0.80 $ ، وإذا كان سعر الخيار فيما بين ١٠ دولار و٢٠ دولار تكون النسبة 1 $ [١].

وأيضًا يلتزم صانع السوق ببورصة شيكاغو للخيارات بعقد الصفقات بعدالة ، وصناعة السوق من خلال التعامل من حسابه وتنفيذ رغبات الآخرين فى حالة تباين العروض والطلبات ، لعدم تشويه التعاملات داخل كل مجموعة من الخيارات "Classes" وعدم القيام بتعاملات متضاربة "Courec Leading" ، وينبغى عليه أن يحسن السوق فى كل الخيارات سواء التداول اليدوى أو التداول الالكترونى [٢].

و – استراتيجيات صناع السوق فى التداول :

وصناع السوق يتبعون استراتيجيات مختلفة فى التداول وأيضًا يتحولون بسلاسة من استراتيجية لأخرى وذلك على النحو التالي :

---

(1) Rule 8.7 a, Rules, COBE.

(2) Rule 8.7b, Rules, COBE.

**١ - مغتنم الفرص الطارئة (الخطاف) The Scalper :**

ويقصد به الذى يتعامل بحاسة الشخص تجاه تصرفات المتعاملين الآخرين ، ويأخذ مركز قصير للغاية بمعنى أنه يقفل مركزه بعد بضع دقائق قليلة .

The scalper follows the psychology of the trading crowd and tries to anticipate the direct of the market in the next few minutes.(١)

ويعرف بأنه متداول نشط يحاول تحقيق الأرباح من التغيرات البسيطة فى الأسعار من خلال شراء وبيع فى وقت قصير ( خلال جلسة التداول ).

The scalper, an active trade who attempts to profit on small price changes by buying and selling on very short term(current trading day).(٢)

يتعامل مغتنم الفرص بمقتضى حسه الشخصى لتصرفات المتداولين الآخرين لذا يطلق عليه أحياناً بالطبيب النفسى Pcychologist ، فبناء على إحساسه يقوم بأخذ مركز مشترى أو بائع على عقدها توقعًا لتغير سعره فى اتجاه معين خلال فترة وجيزة ، يقفل عندها مركزه محققًا الأرباح ، فعلى سبيل المثال قد يقوم بشراء عقد خيار "Long Position" لو الأسعار ارتفعت ثم يقوم بإغلاق مركزه بأخذ مركز قصير "Short Position" قبل أن تقل الأسعار وبذلك يحقق أرباحاً وإن كانت ليست كبيرة .

ولكى يتعامل صانع السوق كمغتنم الفرص لابد أن يراعى الأمور الآتية (٣):

- يجب أن يكون مغتنم الفرص الطارئة موجوداً بموقع التداول فى صالة البورصة والتى يطلق عليها فى أسواق الخيارات "Station" ، وفى أسواق المستقبليات بـــ "Pit" وذلك حتى يراقب تصرفات وحس المتعاملين المحتشدين بها "Trading Crwod" .

---

(1) Robert W. Kolb, Chapter 10, p. 326.

(2) Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p154.

(3) Rule 8-10, Rules, COBE.

- أرباحه فى كل عملية تداول صغيرة فى ظل أنه لا يبقى فى مركزه أكثر من دقائق ويتحول إلى المركز العكسى لإغلاق وضعه ، هذا فضلاً عن قيام البورصات بوضع حدود لتقلبات الأسعار وحدود بين العروض والطلبات وهى ليست كبيرة كما سبق وبينا .

- قد ينتج عن وصفه هذا خسائر فى ظل سرعة تحول مركزة ولكنه يأمل فى تعويض هذه الخسائر من التداولات الأخرى ، حيث إنه يتعامل فى عدد كبير ، من العقود هذا فضلاً عن انخفاض العمولة التى يبرم بها الصفقة .

- تعاملات مغتنم الفرص الطارئة لا تستند على التحليل الأساسى Fundamental Analysis ، ولكن تعتمد على خبرته وقربه من المتعاملين .

**٢ - تجار المراكز A Position Trader :**

ويقصد به مشترى أو بائع الخيارات الذى يبقى فى وضعه فترة من الزمن [١] ويتعامل تجار المراكز بناء على المعلومات التى يحصل عليها من مصادر مختلفة ، فهو يشاهد لوحة الأسعار داخل صالة البورصة ، كما يراقب الأخبار التى ترد إليه من خلال شبكة المعلومات ويعتمد بصفة أساسية على التحليل الأساسى ، وموقف الأوراق المالية محل عقد الاختيار من حيث سعرها فى البورصة المتداولة فيها Primary Market Option [٢] ، وأيضًا متباعة الأخبار الاقتصادية.

---

(1) A position trader buys or sells options and holds a position for a longer period. (Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p137).

(٢) يطلق على السوق المتداولة فيها الأصل محل عقد الخيار بالسوق الأولية

(CBOE, Option Dictionary)

وعلى كل الأحوال فإن النوعين المشار إليهما من صناع السوق غالبًا يتداولون باستراتيجيات الخيارات المجمعة أو التوليفات Option Combinations وعلى سبيل المثال قد يقوم بشراء خيار شراء Buy a Call بسعر تنفيذ (X) ٩٠ دولار وفى ذات الوقت بيع خيار الشراء Sell a Call بسعر تنفيذ ٩٥ دولار مثل الخيارات المزدوجة ذات الانتشار spread والتى تعنى أن أى مركز فى الخيار يأخذ اثنين أو أكثر بعلاقته بالخيارات حيث إنه يحقق أرباحاً نتيجة تغير فى أسعار عقد خيار واحد وعلاقته بالآخرين .

**ثانياً : سمسار الصالة The Floor Broker (FB) :**

كما هو الحال فى أسواق الأوراق المالية الأولية للخيارات Primary Market Option وهى الأسواق التى تتداول فيها الأصول – الأسهم على سبيل المثال – محل عقود الخيارات هناك سمسار الصالة Floor Broker (FB) الذى يطلق عليه أحياناً بالسمسار الوكيل الذى يتلقى الأوامر من شركات السمسرة فى خارج البورصة ، ففى بورصات الخيارات يوجد بها أيضًا سمسار الصالة Floor Broker (FB) .

ويقصد بسمسار الصالة فى بورصات الخيارات السمسار الذى يوجد بصالة البورصة لتنفيذ أوامر العملاء من الجمهور أو تنفيذ أوامر المستثمرين الذين ليس لهم حق التداول من داخل صالة البورصة .

A broker on the Exchange floor who executes the orders of public customers or other investors who do not have physical access to the trading area.(١)

(1) CBOE, Option Dictionary.

وسمسار الصالة Floor Broker (FB) هو موظف لتنفيذ الأوامر ويمثل شركة السمسرة Brokerage Frim ، ويعمل بمرتب Salary أو مقابل عمولة Recive Commissions لذا يطلق عليه السمسار الوكيل أو سمسار العمولة Commissions Broker [1].

ويلتزم سمسار الصالة ببذل أقصى جهد للحصول على أفضل الأسعار Best Price للأوامر عند تنفيذها بمراقبة لوحة التداول Board أو من خلال الاطلاع باستمرار على قائمة الأوامر Order Book Official عند بداية التعامل من صانع سوق أو سمسار صالة آخر ، هذا فضلاً عن تعامله مع الأوامر الطارئة أو إلغاء أمر حيث لديه فرصة الاطلاع على آخر تقارير الأسعار المنفذة فى الأسواق الأولية للخيارات وذلك فى أى وقت لذلك يمكنه تعديل الأمر أو إلغائه وفقًا للأوامر الصادرة له ، والالتزام بأولوية تنفيذ الأوامر Priority ، ولمساعدة سمسار الصالة فى تنفيذ الأوامر بأحسن الأسعار تقوم شركات السمسرة بتعيين مساعدين له لاستقبال الأوامر بالقرب من صالة التداول وذلك بحفظ الأوامر بسجل ونقلها إلى سمسار الصالة أو إمداده بالمعلومات من شركات السمسرة أو الحصول على معلومات منه إلى شركات السمسرة .

والعديد من شركات السمسرة تقوم بالتداول لحسابها ومن أجل ذلك تقوم بتعيين بطانة تتواجد فى صالة البورصة لاغتنام فرصة تداول وتنفيذ الصفقات ، وتدريب هؤلاء الأفراد لكى يصبحوا سماسرة صالة مستقبلاً وقد يكون لدى شركة السمسرة أكثر من سمسار صالة حيث يحل السمسار محل الآخر فى الإجازات أو فى حالة مغادرة البورصة لأى سبب كإلغاء الترخيص لإخلاله بقواعد البورصة [2].

---

(1) CBOE, Rules, 73.
(2) CBOE, Rule 9-1.

سمسار الصالة يشترط أن يحصل على موافقة لجنة العضوية بالبورصة بعد اجتياز امتحان للتأكد من قدرته على الإلمام بقواعد التعامل فى الخيارات، والقدرة على تنفيذ الأوامر والحصول على خطاب ترخيص Letter Authorization بواسطة عضو التسوية Clearing Mumber بأنه قادر ماليًا على عقد الصفقات بالبورصة .

**ثالثاً : موظفى سجل الأوامر The Order Book Official (OBO) :**

هو موظف بالبورصة له حق إدخال الأوامر فى سجل الأوامر Order Book ويستفيد منه صناع السوق والمتخصيصين لتنفيذها [1].

وموظف كتاب الأوامر Order Book Official (OBO) لا يستطيع التداول من حسابه الخاص Own Account ، ولكن يستطيع التداول من خلال الأوامر المسجلة فى هذا الكتاب فقط .

وكتاب الأوامر Order Book هو قائمة بالأوامر Listing Order التى تكون فى انتظار التنفيذ بأسعار محددة ، ويتم الإفصاح من خلال هذا الموظف عن أفضل الأوراق للسوق حيث يظهر الكتاب أعلى سعر طلب وأقل سعر عرض (Highest Bid and Lowest Ask) والموظف يظهر الطلبات والعروض الموجودة بالكتاب[2] .

ولأهمية دور هذا الموظف فإن البورصة تقوم بتعيين موظف لكل نوع من عقود الخيارات Classes Oplion Contract وتعيين أشخاص لمساعدته فى تسلسل الأوامر ، وإدخال الأوامر الجديدة فى الكتاب .

---

(1) The Exchange employee in charge of keeping a book of public limit orders on exchange utilizing the "maker system", as opposed to the "specialist system" of executing orders (CBOE), option dictionary.

(2) Rule 7-7 COBE.

ويقوم هذا الموظف بالعديد من الوظائف بالبورصة ومع ذلك ليس له حق التداول من حسابه ، وفى حالة حدوث أخطاء فى التنفيذ يترتب عليها وقوع أضرار أو خسائر للمتداولين فإن البورصة تتحمل المسئولية تجاه المتداولين .

**رابعاً : موظفى البورصة Exchange Officials :**

يوجد مجموعات من موظفى البورصة فى صالة البورصة جاهزة تمامًا لمراقبة موظف كتاب الأوامر والموظفين المساعدين والذين يقدمون خدمات محددة فى صالة التداول ومراقبة نشاط التداول والبورصة مسئولة عن حسن أداء السوق وبذل أقصى جهد للمحافظة على أوامر السوق ، وتضمن مدى التزام السمسار وصناع السوق بقواعد البورصة (١).

ويتم تقسيمهم إلى مجموعات وفقاً لمهام كل مجموعة فإحدى هذه المجموعات مهمتها تقديم تقرير عن الأسعار وأخرى مهمتها رقابة التداول Surveillance ، فبعد كل عملية تداول يتم إدخال تقارير الأسعار إلى نظام تقارير الأسعار بالبورصة Exchange's Price Reporting System ، ويتم نشر التقارير المالية وتقارير التداول على لوحة الأسعار بالبورصة ، وإجراءات التداول هذه تأخذ دقائق قليلة ، والمتداولين والأطراف المهمة حول العالم تعرف أسعار وحجم تداول عقود الخيارات فور تداولها وهذه مسئولية هؤلاء الموظفون .

## المطلب الثالث : أنواع أخرى من المتداولين Other Traders :

تناولنا فى المطلب السابق ما يجرى عليه العمل فى بورصة شيكاغو للخيارات (COBE) باعتبارها أقدم وأكبر بورصة خيارات على مستوى العالم وأيضًا هذه الإجراءات مطبقة فى بورصة الباسيفيك ، بينما البورصات الأخرى فى الولايات المتحدة الأمريكية مثل بورصة أمريكا وفلادفيا تعتمد على المتخصصين

(1) NYSE, Constitutions and Rules, 1 Oct.1995 p342.

Specialist بدلاً من موظفى كتاب أو قائمة الأوامر Order Book Official ، وفى المملكة المتحدة يوجد صناع السوق والذين يطلق عليهم GOBBER TARDE ، ونوجز فى هذا المطلب هذين النوعين على النحو التالي:

**أولاً : نظام المتخصصين Specialist :**

وفقًا لنظام المتخصصين فى أسواق الخيارات يحتفظ المتخصص بقائمة الأوامر المحددة ولكن لا يفصح عن الأوامر المعلقة Out Standing Orders والمتخصصون مسئولون عن صناعة السوق وعدم الاعتماد على صناع السوق Market Makers حيث يحلون محل صناع السوق فى هذه البورصات التى تقوم بتسجيل الخيارات المتداولة من حسابهم أو تقوم بمهمة السماسرة للآخرين ، ويعملون فى شكل مجموعات وكل مجموعة تخصص فى عدد معين من عقود الخيارات ويقدمون وظيفتين رئيسيتين وهما [1].

١. توفير أسواق عادلة ومتدرجة فى اتجاهاتها الصعودية والهبوطية ، حيث يقومون بالشراء أو البيع من حسابهم عندما يكون هناك فجوة مؤقتة بين أسعار العروض والطلبات لتحقيق استمرارية السعر ومن ثم إستمرارية السوق .

ودور المتخصص وفقاً لهذه الوظيفة لا يعنى منع الانخفاض أو الارتفاع فى الأسعار بل تنحصر وظيفته فى المحافظة على أن تكون الارتفاعات أو الانخفاضات متدرجة فى ظل العروض والطلبات على العقود للحفاظ على سوق مستقر وعادل .

٢. يتعامل كوكيل مثل سمسار العمولة Commissions Broker فى صالة البورصة حيث يتلقى أوامر العملاء المحددة السعر Limit Orders price

(1) New York stock Exchange Glossary of terms & Acronyms, p27.

عندما يكون سعر السوق بعيداً عن الأسعار المحددة ، إذ يجب على المتخصصين فى جميع الأوقات أن يضعوا مصلحة العملاء فوق مصلحتهم .

ويقوم المتخصص بتسجيل الأوامر محددة السعر فى سجل خاص Specialist Book – فى حالة اختلاف السعر الجارى عن السعر المحدد بالأمر – وعندما يصل السعر الجارى إلى السعر المحدد بالأمر يقوم المتخصص بتنفيذ الأمر وفى هذه الحالة يحصل على عمولة سمسار الصالة من السمسار بالعمولة الذى أسند إليه مهمة تنفيذ الأمر(١).

**ثانياً : نظام صناع السوق فى المملكة المتحدة** Gobber Trade (٢):

فى المملكة المتحدة يتم الفصل التام بين أعمال السمسرة وأعمال صناع السوق ، حيث يعمل السمسار كوكيل بالعمولة مقابل عمولة البيع والشراء ، أما صناع السوق Gobber يقومون بعمليات التداول كأطراف أصيلة فى الصفقة سواء كانوا بائعين أو مشترين ، وحيث يشترط وجود أكثر من صانع للسوق لكل ورقة مالية أو عقد خيار وبالتالى فإن المنافسة بينهم تمنع تحقيق أرباح مرتفعة أو التأثير على الأسعار .

وتوجد واحدة من أهم نقاط الاختلاف بين نظام صناع السوق والمتخصصين ، حيث وفقًا لقواعد صناع السوق – فى بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) ، وبورصة الباسيفيك (PSE) – لا يستطيع صناع السوق القيام بمهمة السماسرة

---

(١) أ.د/ أحمد سعد عبداللطيف ، استراتيجيات وسياسات الاستثمار ، الطبعة الثالثة ، ٢٠٠٤ ، ص ٣٧٣ .

(2) Gabber Trade the buy, Sell, and subsequent Liquidation of the same number of contracts for delivery in the same month, all Executed on the same Trade. This Terminology used in the London market and corresponds to day Trade in the United States. (Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p99).

والتداول من حسابهم فى نفس اليوم ، بينما يستطيع صانع السوق أن يقوم بأدوار مختلفة فى أيام مختلفة ، ومع ذلك توجد قيود"Restricting "على هؤلاء الأشخاص من القيام بمهمة صناع السوق والسماسرة لتجنب تعارض المصالح "Avoid Conflict Of Interest" .

والنظام الذى يسمح بالقيام بالدور المزدوج أى القيام بمهمة صانع السوق وتنفيذ الأوامر للجمهور والذى يعرف بالمتداول المزدوج "Dual Trading" ، حيث يتعامل من حسابه الخاص"Market Maker" كما يتعامل لحساب الغير "Floor Broker" ، وهذا نوع من تعارض المصالح ، حيث قد يكون لدى التاجر المزدوج أمرمن عميل لأجل تنفيذه مثله فى ذلك مثل السمسار ، فإذا ظهر له فجأة فرصة تداول مربحة بالنسبة له ، فربما يقرر أخذ هذه الفرصة لنفسه لتحقيق هذه الأرباح بعيداً عن تنفيذ الأمر لعميله .

ولذلك فإن هيئة تداول العقود المستقبلية على السلع "Commodity Futures Trading Commission (CFTC)" تقصر ممارسات التاجر المزدوج على العقود التى يقل حجم التداول اليومى فيها عن ٨٠٠٠ عقد ، ويسمح بها فى الأسواق التى يتوافر فيها نظام رقابة محكم ولا يسمح به إذا ترتب على ممارساته الإضرار بالمتعاملين [١].

(1) Robert W. Kolb, Chapter 10, p 328.

## المبحث الثالث

## أنوع الأوامر وتكلفة المعاملات والتداول الإليكترونى

**المطلب الأول : أنواع الأوامر** Types of Orders:

هناك عدة أنواع من الأوامر التى يمكن أن تصدر للسماسرة ، وتختلف فى مضمونها عن تلك الأوامر التى يصدرها المستثمرون للسماسرة فى أسواق الأوراق المالية الأولية .

**أولاً : الأوامر المستخدمة فى أسواق الخيارات :**

كل عملية تداول لعقود الخيارات تندرج تحت الأربع حالات ، ولكل واحد منها أمر ، وهذه الحالات هى :

١ - فتح مركز بالشراء Open a Position with a purchase

٢ - فتح مركز بالبيع Open a Position with a sale

٣ - إغلاق مركز بالشراء Close a Position with a purchase

٤ - إغلاق مركز بالبيع Close a Position with a sale

وعلى سبيل المثال يستطيع المتداول أن يقوم بفتح مركز بواسطة شراء عقد خيار شراء Buying a Call وإغلاق هذا المركز قبل تاريخ انتهائه من خلال بيع خيار الشراء Selling the Call ، وأيضًا يستطيع أن يفتح مركز بواسطة بيع عقد خيار بيع Selling a Put ثم إغلاق هذا المركز قبل تاريخ انتهائه من خلال شراء عقد خيار بيع Buying a put ، ويسمى أمر الإغلاق والخروج من المركز بالأمر التعويضى Offsetting Order ، وتأخذ الشكل التالى :

Long 1 May 5.00 XYZ (Chicago)

Short 2 May 5.00 XYZ (Chicago)

**ثانياً : الأوامر المستخدمة فى أسواق الخيارات والأسواق الأولية :**

وتوجد أوامر تستخدم فى أسواق الأوراق المالية الأولية وتستخدم فى أسواق الخيارات منها :

**١ - أوامر السوق Market Orders :**

ومن خلال أوامر السوق يتم إعطاء التعليمات لسمسار الصالة كى يتعامل على عقد بأفضل سعر متاح فى السوق "Price Currently Available in the Marketplace" [١].

فعلى سبيل المثال قد يطلب سمسار الصالة تنفيذ أمر بصورة فورية لشراء عقد خيار شراء على سهم من السوق ، فعلى الفور يقوم السمسار بإدخال الأمر فورًا يقابل أفضل سعر متاح ، أى أقل سعر فى حالة الشراء وأعلى سعر فى حالة البيع ، ويطلق عليه أفضل سعر " better order (OB)".

**٢ - الأوامر المحددة Limit Orders :**

وهو أمر الشراء أو البيع لورقة معينة - عقد معين - بسعر محدد ، وقد يكون الأمر محدد من حيث الزمن ، فهناك الأمر المحدد بيوم واحد أو أسبوع أو يستمر حتى يصدر أمر بإلغائه وهو ما يسمى بالأمر المفتوح Open Order وفى جميع هذه الحالات يكون محدد السعر Specified Price ، ويقوم السمسار بتنفيذ الأمر بالسعر المحدد أو بالسعر الأفضل إذا كان متاحاً له ذلك [٢].

---

(1) NYSE, "Constitutions and Rules", Rules 123 A.

(2) An Order to by or sell securities at a specified price (the limit). (CBOE. Option dictionary).

وقد يكون الأمر مشروطاً بـــ ينفذ أو لا ينفذ Fill-or-kill order وهو محدد السعر Price Limit Order يقضى بأن ينفذ سمسار الصالة الأمر بالسعر المحدد ، وإذا لم ينفذ فورًا يعتبر لاغيًا ، وكذلك هناك أمر الكل وإلا All-or-None(AON) وهو محدد السعر أيضًا حيث يسمح للسمسار أن ينفذ جزءاً من الأمر عند سعر محدد بينما ينفذ الجزء الباقى عند سعر آخر ، المهم أن ينفذ الأمر كله ، وبالتالى فإن السمسار فى هذه الحالة لا يستطيع أن يقوم بعرض أو طلب الكمية بالأسعار المحددة إلا بعد أن يتأكد من وجود طلبات أو عروض تغطى كمية الأمر الصادر إليه [١].

وقد يصدر الأمر بشرط تنفيذه عند الافتتاح On-the-open order والسمسار يقوم بتنفيذه خلال دقائق محددة عند الافتتاح ، وفى المقابل قد يصدر الأمر بشرط تنفيذه عند الإغلاق On-the-close order والذى يعنى أن يكون التنفيذ خلال دقائق محددة قبيل الإغلاق وكذلك أمر at-the-close order الذى ينفذ عند سعر الإغلاق وفى حالة عدم تنفيذه يُلغى [٢].

### ٣ - أمر الإيقاف Stop Order :

أمر شراء بسعر أعلى وبيع بسعر أقل وذلك بالمقارنة بالأسعار المتداولة بالسوق ، وتهدف هذه الأوامر إلى الحد من الخسائر أو حماية الأرباح المحققة حيث إنها أوامر طارئة فى حالة حدوث انخفاض أو ارتفاع مفاجىء فى الأسعار [٣].

---

(1) (Fill or kill an order that must be offered or bid immediately at a given price and cancelled if not Executed. (Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p72).

(2) NYSE, "Constitutions and Rules", Rules 123 A.

(3) New York stock Exchange Glossary of terms & Acronyms, p29.

ولتوضيح ذلك فهى الأوامر التى لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر العقد مستوى معيناً أو تعداه ، ومن هذه الأوامر ما يعرف بأمر إيقاف الخسائر Stop-Loss Order بمعنى لو أن السعر السائد هو ١١ دولار للعقد ويأمل المستثمر فى أن يرتفع السعر وفى ذات الوقت يخشى حدوث هبوط مفاجئ للأسعار ، حينئذ يصدر أمر للسمسار بالبيع إذا ما انخفض سعر العقد عن ٨,٥ دولار (أى أقل من سعر السوق ) ، فإذا انخفض السعر عن ٨,٥ دولار للعقد ولم يتمكن السمسار من البيع واستمرت الأسعار فى الانخفاض يظل ملتزمًا بتنفيذ الأمر عند أى سعر تحت هذا السعر .

أما أمر الإيقاف المتعلق بالشراء Stop-buy order فإن السمسار يلتزم بشراء العقد إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه ، فمثلاً لو أن أسعار السوق لنوع معين من العقود بـــ ٥ دولار، ويرغب العميل أن ينخفض السعر عن ٥ دولار للعقد، وفى ذات الوقت يخشى من ارتفاع السعر ، فيصدر أمر إيقاف شراء بـــ ٥,٥ دولار (أكثر من سعر السوق ) ، وبالتالى فإن السمسار يمكنه تنفيذ الأمر عند ٥,٥ دولار أو أى سعر آخر مرتفع عنه .

**٤ - أمر بسعر محدد : Limit Order**

وفيه يتلقى سمسار التنفيذ تعليمات بعدم تنفيذ الأمر إلا بتحقق شروط معينة مثل السعر ، كما ينبغى تحديد فترة زمنية محددة يوم أو شهر ، وهناك أيضًا أمر الإيقاف المحدد Stop limit order فيقوم العميل بوضع سعرين حد أقصى وحد أدنى لتنفيذ الأمر ، وبالتالى فإن السمسار ملزم بتنفيذه بين السعرين ، وفى حالة البيع إذا قل عن الحد الأدنى فإنه لا ينفذ وفى الشراء إذا زاد عن الحد الأقصى أيضًا لا ينفذ ، ويتيح هذا الأمر فرصة أكبر لتنفيذ الأمر بعكس الأوامر المحدد بسعر واحد فقط ،ويأخذ الأمر الشكل : Sell 1 Dec. XYZ 10.50 stop 8.00 Limit، وبالتالى إذا وصل السعر فى شهر ديسمبر إلى 10.50 فإن الأمر يصبح بسعر

السوق ، ومع ذلك فإن السمسار لا يستطيع التنفيذ بأقل من 8 دولار فى حالة انخفاض الأسعار.

**٢ - الأوامر المرتبطة : Contingent Orders**

وهى الأوامر التى تنفذ فقط فى حالة تحقق شيء آخر ويمكن أن نطلق عليها الأوامر المعلقة على شرط "An order which can be executed only if another event occurs" .

ومثال هذه الأوامر بيع عقد خيار بيع أكتوبر ٤٥ دولار على الورقة المالية xyz فى حالة وصول سعر السهم xyz فى البورصة ٥٢ دولار للسهم [١].

**ثالثاً : تتبع تنفيذ الأوامر Order Routing and Executing [٢]:**

سبق وأن ذكرنا أنه لا سبيل أمام المستثمرين الأفراد للتعامل فى أسواق عقود الخيارات إلا من خلال شركات السمسرة أعضاء البورصة ، لذا فتبدأ الإجراءات بإصدار العميل أمر إلى شركة السمسرة فى الأوراق المالية - غالبًا من خلال الاتصال التليفونى - ثم تقوم شركة السمسرة بتسجيل الأمر فى سجلاتها ، وبعد ذلك ينقل السمسار الأمر إلى ممثل شركة السمسرة "Firm's representative" فى البورصة .

وعادة هذه العملية تتم من خلال نظام الكترونى بشركة السمسرة ، يتلقى كاتب الشركة فى صالة البورصة "Firm's floor clerk" الأمر ويسجل عليه وقت وصوله ثم يسلمه إلى مسئول التوصيل "runner" الخاص بالشركة الذى ينتقل بسرعة إلى منطقة التداول ويعطيه إلى سمسار الصالة "floor broker" ، يقوم

---

(1) CBOE. Option Dictionary.

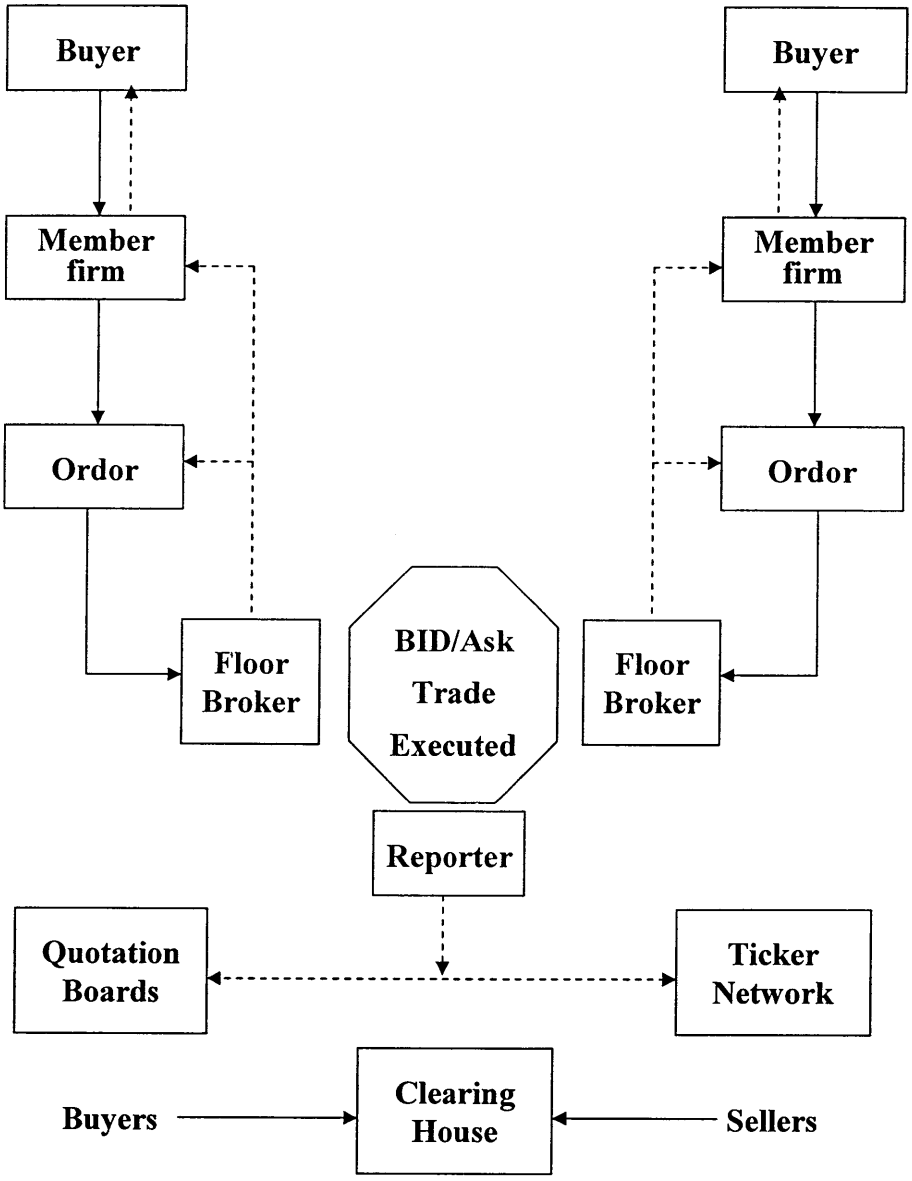
(2) Charles P. Jones, investments Analysis and Management, 9th .edition, John Wiley& Sons, Inc. 2004, Chapter, 19.

سمسار الصالة بتنفيذ الأمر مع سمسار صالة آخر ، أو صانع سوق أو من خلال موظف سجل الأوامر Order book official ، ثم يوثق الأمر أى إثباته بالوثائق ، ويعود مسئول التوصيل بالمعلومات إلى الكاتب الذى يخطر ما حدث لشركة السمسرة، التى تقوم بإخطار العميل بنتائج الصفقة ، هذه العملية لا تأخذ أكثر من دقيقتين حيث عملية توصيل ونقل البيانات تتم من خلال الاتصال التليفونى .

وإذا كان الأمر هو أمر محدد Limit order حينئذ يتم تسجيله فى دفتر خاص ، حتى تتوافر شروط التنفيذ ، أما إذا كان أمر سوق ، يقوم سمسار الصالة بالانضمام إلى المجموعة التى تتعامل على عقود مماثلة ، وتحمل نفس شهر التنفيذ ، ومن خلال مزاد مفتوح Open outcry يتم الإعلان بصوت مسموع أو إشارة متعارف عليها ومرئية لباقى المتعاملين ، حتى يصلوا إلى اتفاق ، ثم يقوم الكتبة بتجميع الأوراق وتسليمها إلى مندوب بيت المقاصة Clearing House، وعلى أساس تلك البيانات يقوم بيت المقاصة بعملية التوافق بين الأوراق ، فإذا كانت متفقة أصبحت العملية متداولة "Clearing" ، وإذا كانت الأوراق غير متفقة تصبح غير متداولة "Out trade" .

وفى صباح اليوم التالى تقوم البورصة بحل مشكلة عدم الاتفاق هذه ، وتقوم المقاصة بحفظ البيانات المتداولة ، كما يتم إعلان التفصيل عن آخر صفقة على لوحة الإعلانات الالكترونية Electronic bulleting board المثبتة على حائط صالة التداول ، ويخطر قسم الخدمة الاخبارية لتذاع على المستوى المحلى والعالمى، ولا يقتصر التعامل فى أسواق عقود الخيارات ، على ما يجرى داخل صالة التداول إذ هناك ما يسمى بالتداول الالكترونى Electronic trading من خلال نظام العروض والطلبات ، ويوضح الرسم التخطيطى فى الشكل رقم (٣٧) دورة تنفيذ الأوامر .

شكل رقم (٣٧)


Buyer
Buyer
Member firm
Member firm
Ordor
Ordor
Floor Broker
BID/Ask Trade Executed
Floor Broker
Reporter
Quotation Boards
Ticker Network
Buyers
Clearing House
Sellers

## المطلب الثانى : التداول الالكترونى Electronic Trading :

منذ بداية بورصات العقود فى منتصف عام ١٨٠٠م حتى سنوات قليلة ماضية كان نظام المزاد العلنى المفتوح "Open outcry" هو الطريقة الوحيدة لتداول العقود والآن نرى بزوغ أنظمة للتداول الآلى ، وأصبحت عنصراً مهماً فى المنافسة بين البورصات ، وتعد أسواق الولايات المتحدة فى تداول العقود أقدم الأسواق وأحسنها تنظيمًا وفى ذات الوقت أكثرها تشددًا فى تقاليد التداول فى البورصات من خلال نظام المزاد المفتوح ، وتهدد أنظمة التداول الآلى بأن تجعل مهارات المزاد العلنى المفتوح الخاصة بأعضاء البورصة منتقصة لذلك قاوموا فى البداية أى تهديد لنظام المزاد العلنى المفتوح .

ويوجد العديد من أنظمة التداول الالكترونى المختلفة لدى العديد من البورصات على مستوى العالم ، وأشهرها الأنظمة التالية :

GOLBEX ويستخدم من جانب البورصة التجارية لشيكاغو (CME) ، والبورصة الفرنسية (MATIF) ،ومشروع أ (Project A) ويرعاه مجلس شيكاغو للتجارة ، وAccess وترعاه بورصة نيمكس (NIMEX) البورصة التجارية لنيويورك ، وAPT وترعاه بورصة لندن (LIFFE).

أ – نظام GOLBEX :

تم تطوير نظام GLOBEX ، ووضعت تصميمه مؤسسة رويتر المحدودة Router Limited وذلك فى عام ١٩٩٢م ، حيث أطلق عليه البورصة العالمية (GLOBEX)، ويعمل هذا النظام بعد إغلاق صالة البورصة ، ويتداول من خلاله العقود المستقبلية وعقود الخيارات ، وفى أول عام من تطبيق النظام فقد تم تداول على (GLOBEX) أكثر من مليون عقد ، وكانت بورصة باريس (MATIF)، الأولى فى حجم التعامل على النظام ثم بورصة مركنتيل (CME)، ويعمل بعد إغلاق البورصة ويتداول من خلاله المتعاملون من كافة أنحاء العالم بتسجيل الأوامر من خلال النظام الالكترونى على مدار الساعة "Around- the Clock Trading".

**ب – نظام Project A :**

نظام Project A هو نظام الكترونى يعمل على توفيق الأوامر المدخلة بالنظام ، ويستخدم من جانب (CBOT) بعد ساعات عمل البورصة ، ويعمل من الساعة ٢,٣٠ إلى ٤,٣٠ بعد الظهر ، ومن الساعة ١٠,٣٠ بعد الظهر إلى الساعة ٦ قبل الظهر بتوقيت شيكاغو ، وأثناء يوم التداول بالبورصة تتم العمليات فى البورصة باستخدام نظام المزاد العلنى المفتوح ، وبصورة أساسية فقد سمح النظام بتداول عقود الخيارات والمستقليات ، وقد اتسع الآن ليشمل العقود الزراعية ، ويمكن لعمليات التداول المنفذة وفقًا لأسلوب المزاد العلنى إغلاق مراكزهم من خلال النظام والعكس

"Trader Entered in open-outcry sessions offset can be on project A and Vic versd".

ونرى إن أنظمة التداول الالكترونى أفضل من نظم التسعير بالمزاد العلنى المفتوح حيث إن المتداولين الذين لهم خبرة وقربهم من المتعاملين ، واستخدام حسهم الشخصى تجاه تصرفات المتعاملين "Psychologist" يجعلهم فى مركز أفضل من باقى المتعاملين ، هذا فضلاً عن أن أنظمة التداول الالكترونية تتيح الفرصة لدخول عدد كبير من المتعاملين بصرف النظر عن الموقع الجغرافى ، وأيضًا تزيد من سرعة إدخال وتنفيذ الأوامر من خلال أجهزة الحاسبات من أى مكان والإفصاح عن البيانات ونشرها حول العالم أسرع من الطريقة الأولى ، وبالتالى زيادة كفاءة عملية التسعير بالمقارنة بنظام "Trading station ".

## المطلب الثالث : تكلفة المعاملات Transaction Costs:

تتمثل تكلفة المعاملات فى التكاليف المصاحبة لتداول العقود والمتمثلة فى عمولة السمسرة والضرائب على الأرباح ، ومن المؤكد أن هذه التكاليف ستكون أقل بالنسبة للخيارات المقيدة "Listed" ، عنها بالنسبة للخيارات غير المقيدة فى ظل المنافسة المرتفعة بين البورصات لجذب هذه العقود لذلك يتوقع أن تنخفض هذه التكلفة .

### أولاً : العمولات Commissions :

يتشابه نظام عمولات شركات السمسرة فى الأوراق المالية فى أسواق الخيارات مع نظام العمولات فى أسواق الأوراق المالية الأولية – أسواق الأسهم – يدفعها العملاء نظير قيام شركة السمسرة بتنفيذ عمليات الشراء أو البيع وقد تكون مبلغاً ثابتاً أو نسبةً من قيمة الصفقة .

عقود الخيارات تنتهى كل بضعة شهور وتباع المراكز وتشترى باستمرار ، ومن مصلحة شركات السمسرة تخفيض قيمة العمولات حتى لا تلتهم حقوق الملكية فى حساب العملاء ، وفى ظل وجود تنافس بين شركات السمسرة فى هذه الأسواق فإنها تلجأ لجذب هؤلاء العملاء ، ومن المؤكد أن قيمة العمولات فى أسواق الخيارات المنظمة أقل من مثيلتها غير المنظمة (OTC) ، فى ظل تمتع عقود الخيارات المسجلة "Listed" بسيولة عالية بفضل ما تتصف به من التنميط .

ويبين الجدول التالى على سبيل المثال مقدار العمولات التى تحصلها شركات السمسرة فى أسواق الخيارات ، والتى تعتمد على عدد العقود وحجم الصفقة [1].

| Droller Value of Transaction | Commissions |
|---|---|
| $ 0 - 2, 500 | 29 + 1.6% of principal of amount |
| $ 2,50 - 10,000 | $ 49 + 0.8% of principal of amount |
| $ 10,000 + | $ 00 + 0.3% of principal of amount |

(1) Robert W Kolb, p. 332.

وفقًا لجدول العمولات عاليه – على سبيل المثال – وبفرض شراء عدد (٥) عقود خيار شراء بسعر ٦,٥ دولار تكون تكلفة الخيار ٦٥٠ دولار لكل عقد ، وبإجمالى ٣٢٥٠ دولار لعدد ٥ عقود ، تكون العمولة {(٤٩ + (٠,٠٠٨ ÷ ٣٢٥٠)} = ٧٥ دولار ، وقيمة هذه الصفقة لو تم تنفيذها فى الأسواق الحاضرة ستكون العمولة أقل فى سوق الأسهم ، ومع ذلك لو حجم الصفقة ١٠٠٠٠ دولار تكون العمولة واحدة فى السوقين .

وبالرغم من أن العمولة فى أسواق الخيارات، ربما تبدو أعلى منها فى أسواق الأسهم ، إلا أنها عمولة رمزية وأقل من التداول فى الأسهم ذاتها، فى مثالنا السابق لو قيمة الأسهم السوقية ١٠٠ دولار ، وتم تداول عدد ٥٠٠ سهم تكون قيمة الصفقة ٥٠٠٠٠ دولار وبالتالى فإن عمولة ٥٠٠٠٠ دولار تكون أعلى من تداول نفس عدد (٥) عقود فى أسواق الخيارات وذلك لأن حجم صفقات الخيارات دائمًا أقل بكثير من حجم صفقات الأسهم فى ذاتها .

علاوة على ذلك فإن تداول الخيارات يؤدى إلى رافعة مالية Leverage بالمقارنة بالتعاملات على الأسهم ذاتها ، فعلى سبيل المثال أسهم متداولة بسعر سوق ١٠٠ دولار ، وسعر الخيار على هذه الأسهم بـــ ٦,٥ دولار ، بفرض تحرك الأسعار فى السوق إلى ١٠٣ دولار للسهم (٣ دولار) تمثل نسبة ٣% ، فإن سعر الخيار يرتفع بسهولة إلى ٣٠% أى ٨,٤٥ دولار للعقد ، وطبقًا لقاعدة النسبة بأن أسعار الخيارات تتحرك أكبر من أسعار الأسهم فى السوق ، وهذا يُحدث زيادة أو انخفاض أسعار الخيارات بنفس النسبة ، وهذا يؤدى إلى رافعة مالية ، فالدولار المستثمر فى الخيارات أعظم مع تحرك الأسعار مقارنة بالاستثمار فى الأسهم ذاتها وبالتالى فإن العمولة فى أسواق الخيارات أقل من العمولة فى الأسواق الحاضرة [١].

(1) The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, p4.

## ثانياً: الضرائب على أرباح وخسائر الخيارات

Taxes Of option profits and losses

وفقًا لقانون الضرائب الأمريكية ، تُصنَّف الأرباح والخسائر فى تداولات الخيارات على أنها مكاسب أو خسائر رأسمالية ، والأرباح الرأسمالية تنقسم إلى أرباح رأسمالية طويلة الأجل وأرباح رأسمالية قصيرة الأجل ، وتكون الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل لو المتداول احتفظ بالأداة المالية مدة أطول من عام واحد وتُعالج ضريبيًا بطريقة مخففة بالمقارنة بالأرباح الرأسمالية قصيرة الأجل [١].

ويتم فرض ضرائب على المكاسب الرأسمالية بنفس النسبة الضريبية المطبقة على الدخل العادى ، فى حين يتم تقييد القدرة على خصم الخسائر الرأسمالية ، ومع ذلك تخفض الخسائر الرأسمالية من الأرباح الرأسمالية زائد ٣٠٠٠ دولار ، وأى زيادة فى الخسائر الرأسمالية لا تقتطع ، ولكنها ترحل إلى العام التالى وتخصم من أرباح الأعوام التالية [٢].

وعلى سبيل المثال ، إذا حقق المتداول أرباحاً رأسمالية ١٧,٥٠٠ دولار من تداول أوراق مالية وفى نفس الوقت حقق خسائر رأسمالية تبلغ ٢٥٠٠٠ دولار يتم خصم ١٧,٥٠٠ دولار من ٢٥٠٠٠ دولار فتكون النتيجة خسائر رأسمالية قدرها ٧,٥٠٠ دولار زائد ٣٠٠٠ دولار تدخل فى دخل Income المتداول ويتم عمل تصفية Offset .

أما بالنسبة للشركات فإن الخسائر الرأسمالية تكون قابلة للخصم فى حدود المكاسب الرأسمالية فقط ، والخسائر الرأسمالية يمكن أن ترحل للخلف لمدة ثلاث سنوات وللأمام خمس سنوات .

---

(1) William F. Sharpe, investments, p 477.
(2) Robert W Kolb, p. 332.

والمعاملة الضريبية فى عقود الخيارات تختلف بحسب أطراف العقد بحسب ما إذا كان بائع أو مشترى ، بالإضافة إلى أن معاملة خيارات التوليفات تكون معقدة ضريبيًا لذلك يتم تقسيمها إلى أربعة أوضاع بسيطة وهى بائع خيار الشراء ، ومشترى خيار الشراء ، وبائع خيار البيع ، ومشترى خيار البيع ، ولا يضاف سعر الخيار (Premium) على أساس إنه دخل حتى يتم تنفيذ الالتزام ، والمتداول إذا أغلق مركزه قبل انتهاء الصلاحية ، الأرباح تضاف على أساس أنها قصيرة الأجل ، وإذا تم التنفيذ واحتفظ بالأسهم محل العقد لمدة تزيد عن عام تصنف الأرباح على إنها أرباحاً رأسمالية طويلة الأجل وتحقق المعاملة الضريبية .

ونخلص إلى أن المعاملة الضريبية للخيارات تكون مخفضة إذا تمت المعاملة بغرض الاستثمار وطويلة الأجل أو للتحوط وتعامل كجزء من الدخل ووالحد من التداولات بغرض المضاربة على الخيارات .

وفى فرنسا فإنه حتى يونيو ١٩٨٧م لم ترد إشارة عن الأدوات المالية المشتقة فى قانون الضريبة العامة الفرنسى ، لذا فإن المعالجة الضريبية لها تتم وفقًا للمواد من ٣٨أ – ٣٨ س – ، حيث إن المعاملة الضريبية على الأرباح غير المؤكد تحققها يتم تأجيلها حتى تنفيذ العمليات حيث تؤخذ احتمالات الخسارة فى الاعتبار من قبيل التحوط .

ولما كانت العقود التى يجرى تنفيذها فى الأسواق الرسمية يتم تسويتها يوميًا وطبقًا للمادة ٣٨ – ١٠٦ تطبق قاعدة التسوية اليومية على هذه العقود من الناحية الضريبية ، بينما فى العقود غير المقيدة بالبورصة ينظر إلى الربح المحقق أو الخسائر المحققة فى نهاية فترة العقد أو عند التنفيذ .

وبعد أن استعرضنا لقواعد وإجراءات تداول هذه العقود نبين الكيفية التى يتم بها تسوية وتقاص هذه المعاملات فى المبحث اللاحق .

# المبحث الرابع

# تقاص عمليات الخيارات

نتناول تقاص عقود الخيارات من خلال التعرف على الجهة المسئولة عن تقاص هذه العقود فى "مطلب أول " ثم نعرض لآلية تنفيذ عمليات تقاص عقود الخيارات فى " مطلب ثان " ، وذلك على النحو التالى :

## المطلب الأول : جهة المقاصة ( بيت المقاصة ) Clearing House :

جهة المقاصة Clearing House تعد ركناً أساسياً فى أسواق العقود وبدونها فلا توجد بورصة خيارات منظمة ، لأنها تقوم بدور فى أسواق العقود أكبر من دورها فى الأسواق الأولية .

وقد تكون هذه الجهة قسماً من الأقسام التنظيمية فى أسواق العقود المستقبلية ، كما هو الحال فى بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT) كما قد تكون هيئة مستقلة مثل مؤسسة تسوية العقود بين الأسواق International Clearing Corporation المملوكة بالكامل لمؤسسة تقاصي الخيارات Option Clearing Corporation (OCC) تتولى مهمة تسوية عقود الخيارات لبورصة نيويورك للعقود المستقبلية ، فضلاً عن أنها المؤسسة الوحيدة التى تتولى تسوية عقود الخيارات فى الولايات المتحدة الأمريكية [1].

إن شراء وبيع عقود الخيارات يشبه إلى حد ما من حيث الأوامر المعطاه للوسطاء ، وقاعة التداول والتنفيذ ، تلك العمليات التى تتم فى مجال شراء وبيع الأسهم ذاتها ، أما الاختلاف الرئيسي يكون فى طريقه التقاص والتسويات التى تنشأ

---

(1) New York stock Exchange Glossary of terms & Acronyms, p29.

عن التعامل فى كل منهما .

فبعد أن تعرضنا لعملية التداول ، فلو إن مشترى عقد خيار الشراء له الحق فى شراء ١٠٠ سهم xyz بسعر ١٠٠$ ربما يكون فى موقف خطر إلى حد ما ، لأن بائع الخيار (الكاتب) لا يريد أن ينجز الصفقة فى تاريخ التنفيذ ، فلو الأسهم المباعة xyz ارتفعت إلى ١٢٠ دولار للسهم ، ربما بائع العقد يرفض تسليم الأسهم بسعر ١٠٠ دولار (سعر التعاقد) ، لذلك فالمشترى يحتاج إلى آلية تؤمن وضعه فى حالة عدم قيام البائع بتنفيذ التزامه .

وهنا يأتى دور مؤسسة تقاص الخيارات Option clearing corporation (OCC) ، التى تؤدى عدداً من الوظائف الهامة التى تسهم فى نجاح السوق الثانوية للخيارات حيث تقوم بالوظائف الآتية :

**١- التأكد من سلامة العمليات المنفذة :**

من أهم وظائف مؤسسة تقاص الخيارات (OCC) التأكد من سلامة العمليات المنفذة حيث تكون أول مهمة تؤديها هذه المؤسسة فى اليوم التالى للتداول هى أن تقارن وتوافق بين الأوراق Match the paper work والوظائف التى يقدمها المتعاملان (الطرفان) ، فإذا كانت متفقة ومتطابقة تتم عملية التقاص Clearing وإذا لم تتفق الأوراق والوثائق ويتم تسجيل طرفى التعاقد غير متوافقين وتكون العملية مرفوضة أو غير متداولة Out trade ، ويصبح لزامًا على أعضاء التسوية أن يسووا منازعاتهم قبل افتتاح جلسة التداول فى اليوم التالى [١].

(1) AMEX, CBOE, NYSE, PSE, " characteristics and risks of standardized options Feb. 1994-2004, p 28.

### ٢- حماية المستثمرين Investors Protection :

تحل مؤسسة تقاص الخيارات (OCC) محل الطرف الآخر فى العملية ولذلك يقبل المتعاملون ائتمان هذه المؤسسة حيث إن لديها رأس مالٍ كافٍ بدلاً من القلق من ائتمان الطرف المقابل له فى العقد وتصبح (OCC) هى المشترى لكل عضو تسوية ينوب عن العميل البائع ، والبائع لكل عضو تسوية ينوب عن العميل المشترى Buyer to Every clearing member representing a seller and the seller to Every clearing member representing a Buyer ، وهى بذلك تضع ائتمانها أو مصداقيتها محل ائتمان أو مصداقية المتعامل الفرد ( الطرف الآخر فى العملية ) ، وهو الأمر الذى يضمن الوفاء بكل الالتزامات التعاقدية لكل الخيارات المقيدة حيث إن مؤسسة التقاص (OCC) حاصلة على درجة تقييم ممتاز (AAA) من مؤسسة Stander& Poor's لتقييم الجدارة الائتمانية [١].

## المطلب الثانى : آلية عمل مؤسسة تقاص الخيارات (OCC) :

عضو التسوية يكون شركة أوراق مالية لها حساب بمؤسسة تقاص الخيارات (OCC) ، وأعضاء المقاصة يمثلون المتعاملين الذين يعطون الأوامر لشراء أو بيع عقود الخيارات ، وأيضًا يمثلون المتداولين الذين ليسوا أعضاء فى مؤسسة تقاص الخيارات ، حيث إن معظم صناع السوق ليسوا أعضاء مقاصة وبالتالى فليس لهم حق التعامل مباشرة مع مؤسسة التقاص وإنما من خلال أحد أعضاء هذه المؤسسة وهذا العضو يكون مسئولاً أمام مؤسسة التقاص عن العمليات التى يقوم بإجراء عمليات تقاص لها ، ولكى يحمى عضو المقاصة نفسه يطالب عميله بدفع مبالغ هامشية فى حسابه لديه ، ويكون الدفع نقدياً وبصفة فورية أى غير مؤجل ليزيد من عملية الحماية والضمان .

---

(1) -The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, pp9-10.
- CBOE, Rule 10.12, 10.15.

وتتعامل مؤسسة التقاص (OCC) مع أعضاء التسوية member Firms clearing وهم غالبًا شركات السمسرة حيث تقوم المؤسسة بإنقاص عدد الخيارات المثيله المسجلة فى سجلاتها باسم شركة السمسار البائع بعدد الخيارات المباعة ، تم إضافة العدد نفسه إلى رصيد الوسيط المشترى فى سجلاتها ، كما يتم تعديل الأرصدة النقدية بإضافة قيمة العلاوة المتفق عليها ثمنًا للصفقة إلى حساب الوسيط البائع وذلك خصمًا من الرصيد النقدى للوسيط المشترى ، ولا تكون هناك أى إشارة فى مؤسسة التقاص (OCC) لأسماء العملاء المشترين والبائعين ، حيث إن هذه التفاصيل تكون موثقة فى دفاتر الوسيطين فقط [1]، ولا يشترط وجود عقد فعلى فى يد المشترى ويتم إثبات نقل ملكية العملية من خلال إخطار التأكيد Confirmation بتنفيذ الصفقة والذى يحصل عليه العميل من سمساره ، هذا فضلاً عن كشف الحساب الذى يرسله السمسار دورياً ، وتقع على بورصات العقود تسجيل كل عقودها فى ذاكرة الحاسوب مع بيان اسم المشترى والبائع .

ويقوم المستثمرون الراغبون فى تنفيذ عقود الخيار بإبلاغ السماسرة بذلك ، ليقوم هؤلاء بدورهم بإبلاغ مؤسسة تقاص الخيارات (OCC) بالعقد المطلوب تنفيذه وتقوم مؤسسة التقاص (OCC) باختيار أحد السماسرة عشوائيًا وتوكل إليه نفس العقد المحرر ، ليقوم السمسار عشوائيًا Randomly أيضًا باختيار العميل الذى حرر عقد الخيار لينفذ العقد – حيث العقود تحل محل بعضها – وتكون الأولوية طبقاً لقاعدة أن ما يُنفذ أولاً يُسوى أولاً First in First out basis ومحررو العقود المختارون بهذه الطريقة يقال إن التزامًا قد أسند إليهم أو أنهم تلقوا (إشعارًا

---

(١) هى نفس الطريقة المستخدمة فى الأسواق الحاضرة حيث يتم التسوية على أساس صافى الأوراق المالية مع صافى الأموال(النقدية)

-Net securities -Net Funds – settle Transfer instruction for both securities and Funds on a net basis.(Workshops) on SROs –Regulation a central securities depository, Clearing and settlement agency, and registry, 22 -23 oct.2003 p 5.

بالتكليف) assignment notice وبعد أن يتم التكليف لا يستطيع محرر العقد أن يقوم بتصفية مركزه Offsetting لإلغاء الالتزام [١].

ومن أهم مميزات مؤسسة تقاص الخيارات أن المتعاملين فى هذه السوق يمكنهم إغلاق مركزهم قبل التكليف لأن مؤسسة التقاص OCC تحتفظ بكافة مراكز البائعين والمشترين فإنه يمكنها أن تلغى التزامات كل من محررى الخيارات الراغبين فى تصفية مراكزهم Close-out/ Offset، دون أن يتدخل الطرف الآخر فى عملية التداول المبدئى Initial Trade ، لذا يصبح من الممكن أن تحدث عمليات تداول دون تدوين عقد جديد ، ولذلك يمكن أن يكون حجم التداول فى يوم ما أكبر من صافى المراكز المفتوحة Open Interest فى ذلك اليوم ، وتمثل المراكز المفتوحة مجموع العقود القائمة فى أى وقت من الأوقات ، ويتم احتساب عدد المراكز المفتوحة من خلال جمع المراكز سواء القصير والطويل وقسمتها على ٢ أو جمع كل العقود التى لم تنفذ وقسمتها على ٢ [٢].

والمركز الصافى لمؤسسة تقاص الخيارات (OCC) يكون دائماً (صفراً) لأن عدد العقود المشتراه يجب أن يساوى العدد المباع ، وتحد جهة المقاصة من عامل المخاطرة التى تواجهها بمطالبة أعضاء المقاصة Clearing member بدفع مبالغ هامشية إليها ، أو فى أسواق الخيارات يمثل الهامش القاعدة أو المعيار Norm وذلك خلافًا لأسواق الأوراق المالية الأولية [٣].

---

(1) -The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, p9.

(2) New York stock Exchange Glossary of terms & Acronyms, p19.

(3) David M. Weiss, After Trade is Made: Processing Securities Transactions, New-York Institute of Finance, ( NYIF CORP),1986, P227

## المطلب الثالث : نظام الهامش فى أسواق الخيارات :

فى معاملات السوق الأولية للخيارات مصطلح الهامش (margin) يعنى الدفعة المقدمة (the down payment) فى معاملة يتم فيها اقتراض النقود من السمسار لتمويل التكلفة الكلية ، ولكن لا يقصد بهامش العمليات الخيارية الدفعة المقدمة لأن ملكية الأصل محل العقد لا تنقل فى وقت المعاملة ، بل يقصد بالهامش مبلغ التأمين الذى يدفعه المحرر لضمان تنفيذ العقد وإثبات حسن نيته "Good Faith" .

يختلف الهامش حسب المركز الذى يأخذه المتعامل ، فصاحب المركز الطويل هو مشترى عقد الخيار عليه أن يدفع سعر الخيار بالكامل ، فصاحب المركز الطويل يتطلب منه أن يدفع فى حسابه لدى السمسار الهامش بنسبة ١٠٠% فى كل الحالات سواء كان مشترى عقد خيار شراء أو مشترى عقد خيار بيع ، لذلك نبين الأطراف الملزمة بالهامش ، وكيفية احتسابه ، والتسوية اليومية ، وهامش التصفية وذلك كمايلى :

### أولاً : الأطراف الملزمة بدفع الهامش :

وبورصات الخيارات نظمت قواعد الهامش من أجل بائع الخيار ويحدد المجلس الاحتياطى الأمريكى The Federal Reserve Board حدًا أدنى لمتطلبات الهامش للمتعاملين فى عقود الخيارات ، إلا أنه من حق كل بورصة أن تفرض أية متطلبات للهامش إضافية على المتعاملين فى الخيارات ، بالاضافة لكل ذلك يحق لشركات السمسرة أن تحدد متطلبات للهامش أعلى من تلك التى يضعها المجلس الفيدرالى والسمسار ربما تختلف متطلبات الهامش لديه حسب العميل أو الأصل محل عقد الخيار [1].

(1) Robert p. Rittereiser, margin Regulations and practices 2ed. Edition, New York institute of Finance, p15.

قد يتطلب من بائع الخيار تسليم الأسهم محل عقد الخيار إذا قام مشترى الخيار بممارسة حقه ، ومن المعروف أن أعلى مخاطرة يتحملها بائع (كاتب) الخيار عندما يخسر ثمن السهم كاملاً ، أما إذا أودع البائع مبلغاً من النقود يعادل قيمة الأسهم لدى السمسار ، فإن عضو التسوية ، ومؤسسة التقاص OCC يكونا فى كامل الحماية وأحياناً يقوم البائع بإيداع الأسهم محل عقد الخيار لدى السمسار ويكون الخيار فى هذه الحالة مغطى Covered Call ، ولا يتعرض الكاتب لأى مخاطر على الإطلاق وكذلك كل من عضو التسوية ومؤسسة التقاص OCC ومتطلبات الهامش هى فى الواقع لا شىء أى صفر فى هذه الحالة [١].

وإذا اختار كاتب خيار الشراء عدم إيداع قيمة الأسهم أو الأسهم محل العقد لدى السمسار ، فإن ذلك يعتبر خيار شراء غير مغطى Uncover call or naked call ، وأقصى خسارة ممكنة له تتمثل فى خسارة قيمة الأسهم محل العقد ، وبالنسبة لبائع خيار البيع Seller of a put ، فإن أسوأ نتيجة إلزامه بشراء الأسهم السيئة بنفس سعر التعاقد ، وفى هذه الحالة فإن خسارته تساوى خسارة سعر التعاقد ومن أجل ذلك فإن الهامش إذا ساوى سعر التعاقد فإن عضو التسوية ، ومؤسسة التقاص (OCC) تكون فى أمان كامل ، وبدلاً من طلب الضمان الكامل فإنه يطلب من بائع خيار الشراء والبيع أن يودع جزءًا من المبلغ الذى من الممكن أن يخسره فى صورة هامش مبدئى Initial Margin وذلك كضمان للوفاء بالتزامات المستثمر من ناحية وكإبداء حسن النية Good-Faith من ناحية أخرى [٢].

---

(1) The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, p23.

(2) Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance, p90.

**ثانياً : كيفية احتساب الهامشMargin Requirement :**

يعتمد مقدار الهامش المتطلب من بائع الخيار على ما إذا كان الخيار مربحاً in the money أو غير مربح out of the money ، أى تحديد مقدار الخيار يعتمد فى الأساس على مدى ربحيته ، وذلك على النحو التالي [1]:

**أ – الخيارات المربحة : In the money**

وهو الخيار الذى يكون فيه سعر التنفيذ إيجابيًا فى علاقته بالسعر السوقى للسهم أى فى حالة البيع put تكون القيمة السوقية (S) أقل من سعر التنفيذ ، وفى خيار الشراء Call يكون سعر التنفيذ أقل من القيمة السوقية للسهم محل العقد .

ويتحدد الهامش المبدئى Initial Margin بما يعادل١٠٠% من السعر السوقى للخيار– ربح البائع– مضافًا إليه ٢٠% من قيمة الأسهم محل الخيار .

فإذا كان سعر السهم xyz المتداول فى السوق ١٠٥ دولار للسهم ، على سبيل المثال وتم تحرير عقد خيار شراء بسعر تنفيذ (X) ١٠٠ دولار للسهم ، مقابل مكافأة مقدارها ٦ دولار لكل سهم ، وحجم العقد ١٠٠ سهم ، وبتجاهل عمولة السمسار ، فإن أرباح البائع من هذا العقد تكون ٦٠٠ دولار (سعر الخيار) ، ومبلغ ٢١٠٠$ تمثل نسبة ٢٠% من قيمة الأصل محل العقد (٢٠% × ١٠٥ × ١٠٠) ، وبالتالى فإن الهامش الابتدائى المطلوب يكون ٢١٠٠ دولار + ٦٠٠ دولار = ٢٧٠٠ دولار .

**ب – الخيارات غير المربحة Out - of - the money :**

تكون الخيارات غير مربحة عندما يكون سعر التنفيذ سلبيّاً فى علاقته بسعر السهم فى السوق ، فى خيار البيع تكون القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ والعكس فى خيارات الشراء تكون القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ .

---

(1) AMEX, CBOE, NYSE, PSE, " characteristics and risks of standardized options Feb. 1994-2004, p 30, See also, rule. Margin Requirement, (COBE).

إذا احتسب الهامش المبدئى على أساس سعر الخيار بالكامل زائد ٢٠% من قيمة الأسهم محل عقد الخيار فى الخيارات غير المربحة تؤدى إلى نتيجة غير منطقية ، ولكن يحتسب طبقاً إلى قاعدة أرباح المحرر بالكامل بالإضافة إلى ١٠% من قيمة الأسهم محل عقد الخيار .

ولتوضيح ذلك نفترض أن سعر تداول السهم xyz فى السوق بـــ١٥ دولار للسهم وتم إبرام عقد خيار شراء – غير مربح – بسعر تنفيذ ٢٠ دولار للسهم ، مقابل مكافأة مقدارها ١ دولار ، فإذا تم احتساب الهامش طبقًا لقاعدة قيمة سعر الخيار بالكامل زائد ٢٠% من قيمة الأسهم السوقية محل العقد ستكون النتيجة بالسالب حيث مقدار الهامش = ٢٠% × ١٥ × ١٠٠ = ٣٠٠ دولار ، ومقدار أرباح البائع تمثل = ١٠٠ × ١ = ١٠٠ دولار هذا ثم نطرح منه مقدار الخيار غير المربح ويمثل مكسبه فى المقاصة ( حسابه فى شركة التقاص ) = (سعر التنفيذ – سعر السوق) × ١٠٠ (عدد الأسهم ) أى (٢٥ – ١٥) × ١٠٠ = ٥٠٠ دولار وعليه تكون النتيجة بالسالب = ٣٠٠ + ١٠٠ – ٥٠٠٠ = ١٠٠ دولار ، وبالتالى لن يدفع أى هامش بالعكس فله أرباح فى حسابه .

من أجل ذلك يتم احتساب الهامش المبدئى للخيارات غير المربحة على أساس أن الحد الأقصى للهامش يجب أن يساوى أرباح البائع (سعر الخيار) – ١٠٠ دولار فى مثالنا بالإضافة إلى ١٠% من قيمة الأسهم السوقية محل عقد الخيار (١٠٠ × ١٥ × ١٠% = ١٥٠ دولار) .

وبالنسبة إلى خيارات التوليفات Option Combinations والسالف الإشارة إليها فهى أقل مخاطرةً من خيارات البيع والشراء أو أصحاب المراكز القصيرة أو الطويلة فقط ، وبالتالى يكون الهامش المتطلب لهذه الخيارات أقل ويتم المحاسبة على الفرق بين عدد خيارات البيع والشراء .

**ثالثاً : الهامش والتسوية اليومية Dial Settlement :**

كما سبق وذكرنا فإن الهامش المبدئى يتمثل فى مبلغ نقدى أو ما يعادله من أوراق مالية على درجة عالية من السيولة مثل أذون الخزانة ، يودعها العميل لدى عضو السمسار الذى يتعامل معه والذى لابد أن يكون عضو تسوية ، لاستخدامها لتغطية الخسائر التى قد يتعرض لها نتيجة التغيرات السعرية للأصل محل عقد الخيار، لذلك تقوم مؤسسة التقاص (OCC) ، بعمل تسوية يومية Daily settlement بتقييم العقد وفقًا لأسعار السوق Marking - to - market ليرتفع رصيد الهامش بمقدار المكاسب وينخفض بمقدار الخسائر ، ويترتب على التغيرات السعرية اليومية لعقود الخيارات أن تختلف قيمة الهامش الفعلى عن الهامش المبدئى فإذا ارتفعت أسعار الأسهم فى السوق فإن ذلك يمثل خسارة المتعامل المركز القصير "البائع" وسوف يقل حساب هامشه ، لذلك يجب على السمسار أن يطلب من عميله إضافة مبلغ نقدى إلى الهامش ويسمى بهامش الصيانة Maintenance Margin ليصل إلى الهامش المبدئى Initial margin .

وعملية الاتصال بالعميل لزيادة قيمة الهامش تسمى بـــ Margin call ، على أن تكون الزيادة نقدية – وبعض البورصات تطبق هامش الصيانة – وفى حالة انخفاض الهامش المبدئى أو هامش الصيانة – بالنسبة للبورصات التى تطبقه – وعدم قيام العميل بتغطية رصيد حسابه ليصل إلى الهامش المبدئى يقوم السمسار على الفور بإغلاق مركز العميل من خلال أخذ مركز عكس ، وذلك لوقف الخسائر، وفقاً للقاعدة (T) الصادرة عن مجلس الاحتياط الفيدرالى ويتم إغلاق مركز العميل خلال سبعة أيام عمل من تاريخ التداول [1].

(1) Robert p. Rittereiser, margin Regulations and practices 2ed. Edition, New York institute of Finance, p17.

**رابعاً : هامش التصفية Clearing Margin :**

جهة تقاص الخيارات OCC تتعامل مع الكثير من أعضاء التسوية ومعظمهم من شركات الوساطة فى الأوراق المالية ، ويمكن لجهة المقاصة أن تتعرض لمخاطر وفقًا لنظام سوق عقود الخيارات ، فهى البائع لكل مشترى والمشترى لكل بائع وذلك لجميع عمليات المقاصة اليومية .

وكما تقوم شركات السمسرة فى الأوراق المالية بالحصول من عملائها على هامش مبدئى Initial Margin لتأمين عملية التقاصى والوفاء بالالتزامات ، تطلب جهة المقاصة ممثلة فى مؤسسة تقاص (OCC) الخيارات من عضو التسوية أن يحتفظ بحساب هامش لدى مؤسسة التقاص (OCC) ويعرف بهامش التصفية Clearing Margin أو هامش المقاصة .

ويتم عمل تسوية يومية لهامش أعضاء المقاصة فى ضوء المكاسب أو الخسائر فى نهاية كل يوم تداول بنفس الطريقة المتبعة لحسابات هوامش المستثمرين لدى شركات الوساطة فى الأوراق المالية ، غير أنه فى حالة عضو المقاصة يوجد هامش مبدئى فقط ، ولا يوجد هامش صيانة Maintenance Margin .

ووفقًا لنظام التسوية اليومية Marking - to - market يجب أن يكون رصيد الحساب مبلغًا مساويًا للهامش المبدئى مضروبًا فى عدد العقود المتداولة ، وبذلك فإن عضو التسوية يتعين عليه تبعًا لأسعار العقود فى السوق أن يضيف أموالاً إلى حساب الهامش ، أو قد يمكنه سحب أموالٍ من الحساب ، وفقًا لقاعدة صافى إجمالى التعاملات من خلال مقابلة إجمالى المراكز الطويلة بالمراكز القصيرة [1].

(1) AMEX, CBOE, NYSE, PSE, " characteristics and risks of standardized options Feb. 1994-2004, p 29.

ومواعيد التسوية كانت قبل سنة ١٩٩٥ بعد أربعة أيام عمل من تاريخ الممارسة ، وبعد التعديل الذى أدخلته SEC فى يونيو ١٩٩٥ أصبحت التسوية بعد ثلاثة أيام عمل وذلك بالنسبة للتسوية التى تتم من خلال التسليم المادى ، أما بالنسبة للتسوية المالية فإنه تكون فى يوم العمل الثانى لتاريخ الممارسة (١).

مما تقدم يمكن استخلاص عوامل نجاح تسوية عقود الخيارات فيما يلي :

١ - مؤسسة تقاص الخيارات جهة مستقلة عن بورصة الخيارات ولكنها مرتبطة بها ، وتلعب دورًا هامًا فى كل معاملة حيث توافق وتقارن بين الأوراق المقدمة من المتعاملين Matching paper work لتسجيل العملية مقاصة Clearing أو تسجيلها غير متوافقة وتصبح غير متداولة Out trading .

٢ - أعضاء البورصة من صناع سوق وسماسرة إما أعضاء فى مؤسسة تقاص الخيارات أو يسوون تعاملاتهم من خلال عضو التسوية الذى هو فى ذات الوقت عضو بالبورصة .

٣ - مؤسسة تقاص الخيارات OCC هى وسيط بين المتعاملين حيث تمثل البائع لكل مشترى والمشترى لكل بائع لضمان أداء الالتزامات وجعل سوق الخيارات سوقاً مستمرة .

٤ - مؤسسة التقاص OCC ، تجعل سوق الخيارات ليست شخصية لأن أى متعامل يمكن من خلالها أن يغلق مركزه دون تدخل الطرف الآخر من خلال الفائدة المفتوحة Open interest .

٥ - تقديم بائع الخيارات لهامش مبدئى Initial margin كضمان لأداء التزامه Performance bond ، وتأكيداً لحسن النية Good faith .

٦ - استخدام نظام الهامش Margin وهو نظام صارم يؤمن وفاء بائع الخيار بالتزامه من خلال تقديم ضمان نقدى معين يسمى بالهامش ، ولا يسرى على مشترى الخيار حيث يجب أن يدفع سعر الخيار بالكامل .

---

(1) I bid, p 29.

٧ – قواعد حساب الهامش تعتمد على مدى المخاطر المتوقعة للخيارات فإذا كان الخيار مربحاً يحتسب على أساس كامل سعر الخيار بالإضافة إلى ٢٠% من قيمة الأوراق محل عقد الخيار ، وإذا كان الخيار غير مربح يحتسب على أساس كامل سعر الخيار بالإضافة إلى ١٠% من قيمة الأوراق محل عقد الخيار .

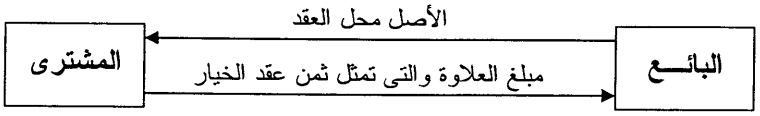
٨ – وضع نظم لمراقبة تحركات الأسعار السوقية للأصل محل العقد - marking to - market ، وإجراء تسويات يومية لمراكز طرفى العقد .

٩ – بعض البورصات تضع حد أدنى لمستوى الهامش المبدئى يجب ألا يقل عنه ويسمى هامش الصيانة Maintenance margin .

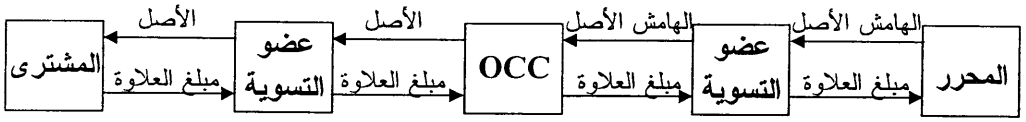
١٠ –وضع نظام لطلب استدعاء الهامش call margin إذا انخفض عن الهامش المبدئى أو هامش الصيانة فى البورصات التى تطبقه ، وإعطاء السمسار الحق فى تصفية الحساب دون استشارة العميل إذا لم يمتثل لطلب تعلية رصيد الهامش .

١١ – نظام الهامش يحمى السمسار ، ومؤسسة التقاص (OCC) من مخاطر عدم وفاء المتداول بالتزامه ، هذا فضلاً عن أنه يعطى ميزة للمتداول ذاته حيث يكون مطمئناً على حصوله على مدفوعاته التى ستكون محمية من مخاطر عدم التزام الطرف الآخر .

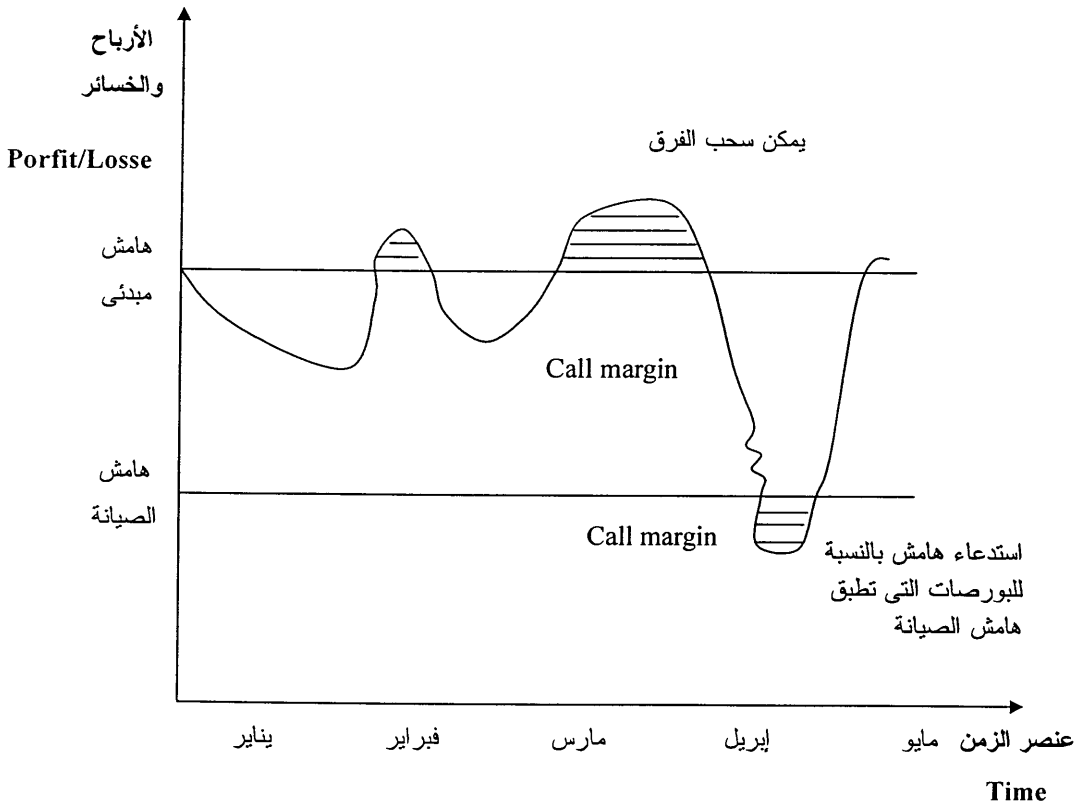
## شكل رقم ( ) العلاقة المباشرة بين طرفى العقد فى ظل غياب بيت التسوية




## العلاقة بين الطرفين
## فى ظل وجود مؤسسة التقاصى للخيار OCC




## شكل رقم (٣٨) تطور حساب رصيد الهامش وفقًا لنظام التسوية اليومية



## المبحث الخامس

# طرق تسعير أو تقييم الخيارات

قبل التطرق إلى طرق تسعير أو تقييم الخيارات يود الباحث الإشارة إلى أنه سوق يتناول العديد من المحاولات التى ساهمت فى معرفة أسعار عقود الخيارات ، ويمكن إبراز المساهمات الآتية :

### المطلب الأول : القيم الذاتية (أو الحقيقية) والقيم الزمنية :

### Intrinsic Values and Time Values

#### أولاً : القيمة الذاتية Intrinsic Value:

يمكن تقسيم سعر خيار الشراء إلى خيارات مربحة in - the - money أي تجاوز السعر السوقى للسهم (S) ، سعر الممارسة (x) ، وتكون له قيمة مساوية للفرق بين السعرين ويطلق على هذه القيمة اسم القيمة الذاتية أو الحقيقية لخيار الشراء ، وخيارات غير مربحة out-of-the money أى سعر السهم فى السوق (S) أقل من سعر الممارسة (X)، وتكون القيمة الذاتية لهذه الخيارات صفر ويطلق عليها بالقيمة الدنيا لخيار الشراء ، وفى هذه الحالة يكون سعر الخيار شراء أو بيع مبنيًا على جاذبيته من حيث المضاربة ويمكن تلخيص هذه النقطة بالمعادلة الآتية [1] .

القيمة الذاتية لخيار الشراء = الحد الأقصى 0 ,(S-X) [2]، ونفترض أن سعر السهم xyz فى السوق بـــ ٣٠ دولار ، ويوجد خيار شراء سعر ممارسة ٢٥ دولار وبالتالى يكون مربحًا وتكون القيمة الذاتية ٣٠ – ٢٥ = ٥ دولار .

---

(1) William F. Sharpe, "Investments", Prentice - Hall International Editions, p. 515.
(2) The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, p23.

وتعمل خيارات البيع بطريقة عكسية فإذا كان سعر السهم فى السوق أقل من سعر ممارسة خيار البيع ، فإنه يكون مربحًا ويكون له قيمة ذاتية أو غير مربح وتكون قيمته (صفراً) وبذلك فإن القيمة الذاتية لخيار البيع تساوى الحد الأقصى لـ (X - S),0 .

**ثانياً : قيمة المضاربة Speculation value :**

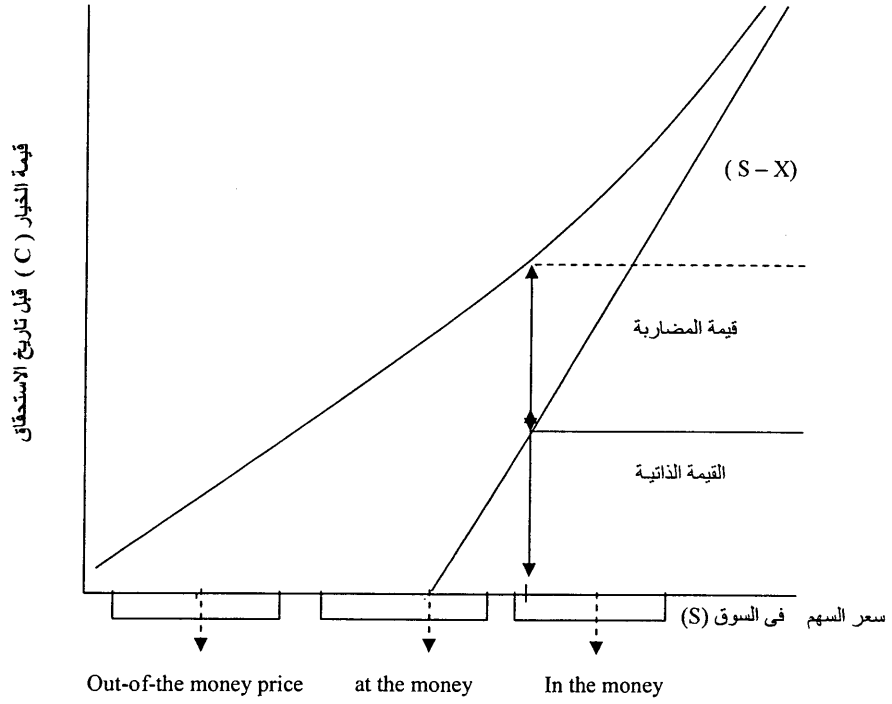
وطالما أن الخيار لم يصل إلى تاريخ الاستحقاق فهناك دائمًا احتمال لكى يتطور سعر السهم إيجابًا ، فعلى سبيل المثال ، إذا كان سعر التنفيذ يساوى ١٨٠ دولار ، وسعر السهم يساوى ١٦٠ دولار قبل تاريخ الاستحقاق بثلاثة أشهر ، فمن الممكن أن يتجاوز سعر السهم سعر التنفيذ ، أى أن قيمة الخيار لا تهبط أبدًا عن قيمة الذاتية والسبب يرجع فى ذلك أن المضاربين فى السوق سوف يشترون تلك الحقوق ويمارسونها فيكسبون بذلك عوائد عديمة المخاطر ، فإذا كانت قيمة السهم تساوى ٢٠٠ دولار فإن قيمة الخيار تصبح (S-X = 200 - 180 = 20) لأن السعر يمكن أن يرتفع مثلاً إلى ٢٥٠ دولار من حينه إلى تاريخ الاستحقاق ، والفرق بين قيمة الخيار والقيمة الذاتية تساوى قيمة المضاربة Speculation [١].

وتصاغ على الوجه التالى : قيمة الخيار = القيمة الذاتية + قيمة المضاربة

---

(١) د. وسام ملاك ، البورصات والأسواق المالية العالمية ، الجزء الأول ، ص ٣٩٢ .

شكل رقم (٣٩)




واستنادًا إلى الرسم البيانى فى الشكل رقم (٣٩) يمكن التأكيد أن قيمة المضاربة تتدنى مع الوقت ، لأنه كلما ازداد الاقتراب من ميعاد الاستحقاق ، كلما تعاظمت القيمة الذاتية وصغرت فى الوقت نفسه قيمة المضاربة [١].

والبعض يسميها بالقيمة الزمنية Time value ، وهى تسمية مغلوطة إلى حد ما لأن المصدر الفعلى للقيمة هو التقلب فى السعر ، ومع ذلك فالتقلب فى الأسعار يتناقص مع تناقص الوقت المتبقى حتى تاريخ انتهاء صلاحية العقد ، ومن هنا جاء مصطلح القيمة الزمنية[٢] .

---

(1) William F. Sharpe, "Investment", Op., Cit., p. 515.

(٢) د. طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية (المفاهيم – إدارة المخاطر – المحاسبة) ، الدار الجامعية ، ٢٠٠٣ ، ص ٨٣ .

## المطلب الثانى : نموذج "بلاك - شولز" لتقييم الخيارات :

**Black - Scholes Modesl**

يمكن القول أن الأسلوب السابق والذى يطلق عليه الأسلوب البينوميالى Binomial Model ، طريقة غير محددة لتقييم الخيارات ، حيث تسمح لتغيرات سعر السهم أن تحدث من خلال تحركات السعر لأعلى ولأسفل ، كما أنها تفترض أن التغير فى أسعار الخيارات متغيرة وبشكل مستمر عبر الزمن ، كان هذا الأسلوب المدخل الذى مهد لبلاك – شولز تطوير نموذج لتقدير القيمة السوقية لخيارات الشراء ، وهو مقبول ومستخدم فى مجتمع الاستثمارات ، ورغم أن صيغة النموذج نفسها رياضية وتبدو معقدةً نسبيًا ، إلا أنها مستخدمة على نطاق واسع فى الحاسبات وأجهزة الكمبيوتر ، ويقدر المستثمرون قيمة الخيارات باستخدام نموذج بلاك – شولز ، وقد اعتمد هذا النموذج على عدد من الفرضيات أهمها [1]:

١ – أن الخيارات تخضع للتسويق المستثمر بمعنى أن السوق يعمل باستمرار ومن دون انقطاع ، ويتصف بأنه تام وكامل ولا تتوافر فيه فرص المرابحة Arbit rage .

٢ – ثبات مخاطر أسعار الفائدة .

٣ – عدم وجود تكاليف أو ضرائب إضافية على تداول الخيارات ، حيث تكون الضريبة فى حدها الأدنى .

٤ – الخيارات هى من النموذج الأوربى .

---

(١) د. وسام ملاك ، البورصات والأسواق المالية العالمية ، الجزء الأول ، ص ٣٩٤ .

**العناصر التى يرتكز عليها النموذج [1]:**

يعتمد نموذج بلاك – شولز على خمسة متغيرات لتحديد سعر السوق الحالى (Spot price) لخيار الشراء وهى :

١ – السعر الجارى للسهم موضع عقد الخيار (S) .

٢ – سعر الممارسة (X) .

٣ – مدة الخيار Option period مع التركيز على المدة المتبقية (t) .

٤ – سعر الفائدة البعيد عن الخطر RER أو (RF) .

٥ – تقلب أسعار الأسهم Volatity ويعتمد على تقدير الانحراف المعيارى (σ) .

والمتغيران الأولان لهما أهمية واضحة لتحديد سعر الخيار – كما أشرنا من قبل – حيث يحددان القيمة الذاتية سواء أكان مربحاً أم لا ، وإذا كان غير مربح يصبح له قيمة المضاربة فقط ، والمتغير الثالث يمثل الوقت المتبقى على تاريخ الاستحقاق (ويقاس على أنه جزء من السنة ، وهو عنصر هام فى قيمة الخيار لأنها تزداد مع الاقتراب من تاريخ الاستحقاق ، أما سعر الفائدة فإنه يؤثر على الخيار بسبب تكلفة الفرصة البديلة ، لذلك كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما توفرت فائدة أكبر بواسطة استخدام الخيارات، وأخيراً فإن كلما ارتفعت درجة التقلب كما ارتفع سعر خيار الشراء بسبب ازدياد احتمال صعود أسعار الأسهم ، ولذلك توجد علاقة طردية بين تقلب أسعار الأسهم وقيمة خيار الشراء .

(1) NASD, University of Reading & the business school for financial markets, instruments Derivatives, Cairo, Egypt 26-30 Nov., 2006.

واعتمد النموذج على الصيغة الآتية : [1]

$$C = SN(d_1) - X(e^{-(RFR)T})\,N(d_2)$$

ويمكن الحصول على $(d_1)$ و $(d_2)$ من الصيغتين الآتيتين على التوالى :

$$d_1 = \frac{\left[\text{in}\left(\frac{S}{X}\right) + (RER + 0.5\sigma^2)\,t\right]}{\sqrt{\sigma^2 t}}$$

$$D_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

وتمثل e أساس اللوغاريتم الطبيعى 2.71828 تقريبًا ، و $\text{in}\left(\frac{S}{X}\right)$ اللوغاريتم الطبيعى لـ $\frac{S}{X}$ .

وأخيرًا يمكن إجمال العناصر التالية الخاصة بالنموذج :

$$C = F(S, X, T, RFR, 6)$$

**١ - النموذج دالة للعناصر التالية :**

حيث يمثل سعر السهم الجارى (S) ومعدل العائد الخالى من المخاطر (RFR) متغيرات يمكن ملاحظتها من أسعار السوق ، أما العامل الثانى والثالث (سعر الممارسة (X) ، الفترة الزمنية (t) تكون معلومة بواسطة العقد ذاته ، والعنصر الوحيد الذى على المستثمر أن يمد به النموذج هو σ (الانحراف المعيارى) ويعتمد على تنبؤ المستثمر بأسعار السهم المستقبلية ، وبالتالى فإن قيمة خيار الشراء سوف تزداد مع زيادة أى من العوامل الخمسة السابقة باستثناء سعر الممارسة .

---

(1) William F. Sharpe, Op., Cit., pp. 499-502.

## تقييم خيارات البيع : Put Option Valuation

يمكن استخدام نموذج بلاك شولز السابق فى تحديد قيمة خيار البيع ، وذلك على أساس مبدأ التطابق أو التماثل بين حقوق الشراء والبيع Put-call parity[1] ، فإذا كان هناك محفظة تجمع بين تحرير حق خيار شراء وحق خيار بيع لنفس سعر الممارسة وفى نفس التاريخ فإننا نكون بصدد محفظة خالية من المخاطر ، وعلى ذلك يمكن صياغة المعادلة كما يلى[2] :

$$P = X / e^{(CRFR)T} - S + C$$

وبعد أن عرضا لتقييم الخيارات يمكن أن نلخص العوامل المؤثرة عليها وذلك من خلال الجدول التالى :

### تأثير مختلف العوامل على أسعار الخيارات

| خيارات البيع Put | خيارات الشراء Call | اسم المتغير Variable |
|---|---|---|
| ↓ | ↑ | سعر السهم Stock price now |
| ↑ | ↓ | سعر الممارسة Strike price |
| ↑ | ↑ | الوقت حتى انتهاء الصلاحية Time of mturity |
| ↑ | ↑ | تقلب الأسهم Volatility |
| ↓ | ↑ | معدل العائد الخالى من المخاطر Risk free rate |
| ↑ | ↓ | توزيعات أرباح الأسهم Dividends |

ويوضح المرفق رقم (٤) مثال لتقييم خيارات البيع والشراء وفقاً للنموذج **.Black - Scholes Modesl**

---

(١) د. محمد صالح الحناوى ، تقييـم وتحليل الأسهم والسندات ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، بدون دار نشر ، ٢٠٠٠ ، ص ٣٦٣ .

(٢) د. طارق عبد العال حماد ، مرجع سبق ذكره ، ص ٩١ .

# الفصل الرابع

## عقود الخيار فى حالة السكون والجوانب القانونية لعقود الخيار

نعرض فى هذا الفصل عقود الخيار فى حالة السكون من خلال دراسة الجوانب القانونية لهذه العقود لتبيين السمات الأساسية لها حيث نتناول فى المبحث الأول شروط إبرام عقود الخيار ، وفى المبحث الثانى شروط ممارسة حق الخيار ، وفى المبحث الثالث التكتيف القانونى لعقود الخيار ، وأخيراً النظم الحاكمة والممارسات غير الأخلاقية فى أسواق الخيارات فى مبحث رابع .

## المبحث الأول

## شروط إبرام عقود الخيارات

عقود الخيارات التى تتداول فى البورصات لابد أن تُعقد وفقاً لضوابط وقواعد معينة تفرش شروط خاصة بالمتعاملين ، وشركات الوساطة وشكل العقد ومحله ، ونتناول ذلك فى ثلاث مطالب كما يلى :

### المطلب الأول : أهلية إبرام عقود الخيار

الهدف الأساسى من تطلب الأهلية الخاصة فى عقود الخيارات هو حماية المتعامل من مخاطر عقود الخيارات ، وحيث إنه من الصعوبة قياس مدى خبرة الشخص فى التعامل ، ومقدار ما يتمتع به من مهارة ومقدرة تحتاجها نوعية خاصة من المعاملات ، فإن القوانين المقارنة تميز بين شخصين: التاجر الذى يفترض فيه – بما لا يقبل إثبات العكس – تحقق هذه الخبرة، والآخر غير التاجر الذى يفترض فيه عدم توافر هذه الخبرة .

فالقانون الألمانى يحظر التعامل فى أسواق عقود الخيارات على الأشخاص غير التجار ، ويجيز للتاجر المقيد فى السجل التجارى – سواء أكان شخصاً طبيعيًا أو اعتباريًا – التعامل بالبورصة فى مجال العقود الآجلة ، ويكون تعامل هؤلاء باستثناء من أحكام القانون المدنى التى تقضى ببطلان التصرف الآجل الذى يؤول إلى مجرد دفع فروق الأسعار ، فإذا كان إبرام عقد خيار بين شخص تاجر وآخر غير تاجر ، فإن العقد يكون باطلاً ، ولا يستطيع التاجر إلزام المتعاقد الآخر بدفع قيمة الخسارة .

وفى المملكة المتحدة قرر مجلس اللوردات فى دعوى Hazell Hammersmith and Fulham London Borough Council بأن السلطات المحلية فى المملكة المتحدة ليس لديها أهلية إبرام العقود المالية الآجلة ومنها عقود

الخيارات[1].

إن عقود الخيارات تتطلب معرفة وخبرة ، وأغلب المستثمرين يجهلون قواعدها ، وقصر التعامل فى عقود الخيارات على فئات معينة ، يضر بأسواقها ، لذلك فإن أغلب التشريعات لا تشترط صفة معينة فى المتعامل فى هذه العقود ، ولكنها وجدت بديلاً آخر للحد من مخاطر التعامل فى هذه الأدوات بتطلب الإفصاح عن مخاطر هذه التعاملات قبل إبرام أى عقد من عقود الخيارات ، بتدوين هذه المخاطر بعقود الخيارات النموذجية .

واشتراط صفة معينة فى المتعامل على هذه العقود يُعقِّد إجراءات التداول ، ويُسبِّب مشكلات عملية فى التطبيق ، ومنازعات لا حصر لها ، هذا فضلاً عن أن الاستثمار فى الأسواق الحاضرة له مخاطر أيضًا ولم يشترط قصره على فئات معينة فالتعامل فى الأسهم متاح لجميع الفئات .

والمخاطر المترتبة على التعامل فى عقود الخيارات التى ينبغى الإفصاح عنها للمتداولين تتمثل فيما يلى :

١ - خسائر مشترى الخيار تتمثل فى قيمة العلاوة .

٢ - خسائر المحرر لعقد الخيار غير محددة أى الخسائر المحتملة غير محددة ، وقد تتجاوز قيمة الهامش المودع منه Initial Marging .

٣ - العقود التى تبرم من أجل التحوط Hedging ، غير مأمونة النتائج .

٤ - تقلبات الأصل على عقد الخيار يؤثر على أسعار هذه العقود .

٥ - زيادة الخسائر فى حالة تمويل عقود الخيارات بالهامش Margin Trading .

---

(1) Friedrich E. F. Hey "A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the Legal and Business Environment", 10 Northwestern Journal, 1989, p. 290. see also [1991] 1 All E.R. 545 (Eng. H.L.).

مشار إليه : د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، الإطار القانونى لخيار شراء القيم المنقولة ، مجلس النشر العلمى - جامعة الكويت ، ٢٠٠١ ، ص ٥٣ .

ونرى إن السمسار يلتزم بالإفصاح لعملائه عن هذه المخاطر أو قد تقوم البورصات بتدوينها فى العقود النموذجية ، والإعلان عن هذه المخاطر على شاشات التداول قبل بداية الجلسة بصفة يومية ، حيث إن هذه العقود تحتاج نوعية من المستثمرين أكثر خبرة وفهمًا من المستثمرين فى بورصات الأوراق المالية ، وصعوبة قصر التعامل على فئة دون الآخرين فى عقود الخيارات .

## المطلب الثانى : تنفيذ عمليات الخيارات داخل البورصات

تنفيذ عمليات عقود الخيارات لابد وأن تعقد داخل البورصات ، وفقًا للقواعد والإجراءات المنظمة لعقد هذه العمليات والمتمثلة فى :

### ١ – تنفيذ العقود من خلال شركات الوساطة فى الأوراق المالية :

لابد أن يبرم العقد داخل البورصة عن طريق شركات الوساطة فى الأوراق المالية ، والمرخص لهم بمزاولة النشاط من الجهات الرقابية ، وليس بين المتعاملين مباشرة ، وإن تمت عملية خارج البورصة ، فإن العملية تكون غير مشروعة ( غير صحيحة ).

وقد نصت المادة ٤٦ من القانون رقم (١٧) لسنة ١٩٩٩ بإصدار قانون التجارة [١]. بأن "العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو قصد المتعاقدون منها أن تؤول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار بشرط أن تعقد العملية فى سوق الأوراق المالية وأن تتعلق بصكوك مدرجة فى جداول أسعار هذا السوق ويصدر بتنظيم هذه العمليات قرار من الوزير المختص" .

وقد تتطلب المشرع أن تعقد هذه العمليات فى بورصات الأوراق المالية ، وبذلك فلا تقبل أى دعوى أمام المحاكم بخصوص عمل يؤول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار ، إذا تمت العملية بالمخالفة لحكم المادة المنوه عنها ، وحيث إن انعقاد العمليات ببورصات الأوراق المالية لا يكون صحيحًا إلا إذا تم من خلال

---

(١) نشر بالجريدة الرسمية العدد (١٩) مكرر فى ١٧ من مايو ١٩٩٩ .

إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً [1] ، وبالتالى فإنه لابد من تنفيذ العقد من خلال إحدى شركات الوساطة المرخص لها .

وينحصر دور شركات الوساطة فى الأوراق المالية فى مهمة تنفيذ الأوامر الصادرة إليها من العملاء ، وليس لهم سلطة تقديرية فى تنفيذ الأوامر ، وإنما يجب عليهم تنفيذ هذه الأوامر بحسب أولوية ورودها إليهم، وعليهم بذل عناية الرجل الحريص والحصول لعملائهم على أفضل الأسعار بيعًا أو شراءً وفقًا لما هو متاح لهم.

وبعض البورصات تعطى لشركات الوساطة فى الأوراق المالية التعاقد لمصلحة نفسه أو نيابة عن الآخرين أيضًا مثل السمسار المزدوج Dual Borker ، والبعض الآخر من البورصات يحظر على الوسطاء التعامل فى عقود الخيارات إلا من خلال سمسار آخر – كما سبق وأشرنا فى الفصل السابق – ويحظر المشرع المصرى فى المادة ٩٠ من لائحة قانون سوق رأس المال على شركات السمسرة عقد عمليات لحسابها الخاص ، وبالتالى فإن هذه الشركات يحظر عليها عقد عمليات عقود الخيارات لحسابها الخاص .

**٢ – تنفيذ العمليات فى المكان والمواعيد المحددة :**

ويتدخل المشرع فى تحديد مكان تداول عقود الخيارات ، وكما سبق وذكرنا يوجد بالبورصات العالمية للخيارات أماكن محددة لعقد الصفقات ويطلق عليها بالمقاعدة Seats ، وهذه المقاعد لها سوق تباع وتشترى وتؤجر فيه ، وكذلك كما هو الحال بالنسبة للأسواق الحاضرة فإنه يوجد أماكن محددون بالبورصات يطلق عليها مقصورة البورصة أو الصالة Floor ، لا يدخلها إلا أشخاص محددين ومرخص لهم بذلك ، وبرغم وجود نظم اليكترونية للتداول وإمكان التداول من على بعد ، إلا أن تنفيذ هذه العمليات لابد أن يكون خلال المواعيد المحددة .

---

(١) المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ، نشر بالجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٥ مكرر ، فى ١٩٩٢/٦/٢٢ .

وتحدد ساعات التداول من قبل إدارة البورصة حسب ظروف كل سوق، فقد يكون بعد انتهاء ساعات التداول الرسمية فى أسواق الأوراق المالية إذا تم تنظيم هذه العقود من خلال أسواق الأوراق المالية – سوق الكويت للأوراق المالية – وقد تكون لهذه الأسواق بورصات خاصة تتداول فيها هذه العقود – بورصة شيكاغو للخيارات – وبالتالى تقوم البورصة بتحديد ساعات التداول التى تراها مناسبة لها وكذلك تقوم البورصات بتحديد أيام الإجازات بها [١].

## المطلب الثالث : شكل العقد ومحله

### أ – شكل العقد :

واحدة من أهم أسباب نجاح أسواق الخيارات وهى تنميط عقود الخيارات أى جعلها عقود نموذجية Standardizing ، حيث إنه فى الأسواق المالية يرغب المتداولون فى بيع السلعة بسرعة وبأسعار عدالة Fair price ، ويستطيع ذلك إذا كان السوق ذا سيولة Is Liquid ، وسيولة السوق تزيد من الكفاءة ، وتقلل من تكلفة التداول من خلال ارتفاع حجم التداول Volume of Trading ، وتنميط عقود الخيارات يساعد على زيادة درجة السيولة فى الأسواق [٢].

وتكون العقود نمطية من خلال توحيد حجم العقود "Specific size" وتاريخ الصلاحية "Expiration Date" ، وأسعار التنفيذ من خلال أسعار تنفيذ مكملة من خلال أسعار تنفيذ قليلة على أسطر منفصلة "Intervals" ، ويؤدى ذلك إلى زيادة نسبة التداول المتاحة على أسعار التنفيذ وبالتالى زيادة السيولة .

---

(١) ساعات التداول فى بورصة شيكاغو للخيارات من ٣٠: ٨ صباحاً وحتى ٥٥: ٣ مساءً (CBOE, Rule 30.4)

(2) Victor L. Harper, Hand Book Of Investment, Products and Services, p 230.

وبالإضافة إلى أن تنميط عقود الخيارات يؤدى إلى زيادة السيولة ، فإنها تسهل عملية تسوية هذه العقود من خلال مؤسسة التقاص "Option Clearing" حيث تصبح عقود الخيارات مثالية ، تحل محل بعضها ، ولن يتأتى ذلك إلا إذا كان الشيء المباع أو محل العقد من المثليات ، ويستطيع مشترى عقد الخيار أداء الالتزام المترتب عليه عند حلول الأجل أو خلاله بواسطة مؤسسة تقاصى الخيارات ، مما أدى إلى تطور فى معنى تسليم المباع فى قوانين البورصات حيث كان الوضع السابق يلزم البائع "Seller" بتسليم المباع مادياً إلى المشترى ، وتم الاستعاضة بالتسليم المادى إلى التسليم المعنوى حيث تقوم مؤسسة تقاصى الخيارات بإنقاص عدد الخيارات المثيلة المسجلة فى دفاترها باسم الوسيط البائع بعدد الخيارات المباعة ثم إضافة العدد نفسه إلى رصيد الوسيط المشترى فى دفاترها ، ويقوم بعد ذلك الوسيط المشترى بإضافة هذه الخيارات إلى رصيد المشترى فى سجلاته أيضًا أى تتم هذه الدورة من خلال ما يعرف بالقيد الدفترى .

ويمكن لمؤسسة التقاص تصفية العملية دون تسليم وتسلم من خلال دفع فروق الأسعار أى إجراء تسوية مالية Cash Settlement وأخيرًا بفضل عملية التنميط تمكَّنت شركة التقاص من إقفال أو إغلاق المراكز بأخذ مراكز عكسية مماثلة لمصلحة الدائن .

**ب – محل العقد :**

وقد يكون محل العقد من البضائع أو الأوراق المالية ولكن المشرع المصرى استعمل عبارة صكوك مدرجة فى جداول أسعار السوق ، وبالتالى فقد قيد المشرع المصرى بقصر تداول عقود الخيارات والعقود المستقبلية على الصكوك دون البضائع ، وقد يرجع السبب فى ذلك إلى أن المشرع تناول العمليات المضافة إلى أجل بمناسبة تنظيم سوق الأوراق المالية (البورصة) ، ولم يقصد تنظيم تداول هذه العقود بشكل عام سواء بورصة الأوراق المالية أو بورصة البضائع .

وقد جرت العادة فى بورصات النظام الأنجلوأمريكى أن تلزم المتعامل بإبرام اتفاقية نموذجية للتعامل بالعقود الآجلة Master Agreement ، وعقد آخر نموذج Confirmation Agreement يبرم فى كل مرة يقوم فيها المتعامل بإبرام صفقة آجلة ، تكون تحت مظلة الاتفاقية الأساسية ، التى تنظم العديد من المسائل ، منها أن العقود التى تبرم فى ظلها تعتبر فى حكم العقد الواحد وأسلوب الخيار حلاً وفقاً للطريقة الأمريكية أو الأوربية ، وسعر الممارسة وسعر الخيار وشروط وإجراءات التسوية المالية أو التسليم المادى لمحل العقد ، والمسئولية عن عدم الوفاء بالالتزامات[١] .

وهذه الاتفاقية تسهل عملية تقاص عقود الخيارات ومواعيد وإجراءات التسوية والالتزامات بين الأطراف ، وبالرغم من أن أغلب أسواق العقود تسعى إلى تضمين نموذج العقد جميع المسائل المتعلقة بين أطراف العقد بيد أن ثمة مسائل تكون خاضعة للتعارض، وتخرج عن نطاق التنميط ، وهى سعر الخيار ومدته ، وسعر التعاقد ، وحجم العقد وتفصيل ذلك على النحو التالى :

### أ – ثمن الخيار أو العلاوة : Option Price/Premium

وهو المبلغ الذى يؤديه مشترى الخيار لمحرره (كاتبه) ، فى مقابل أن يكون له الحق فى شراء أو بيع الأصل محل التعاقد Underlying Assat أو عدم ممارسة الحق بإرادته المنفردة ، إذا كانت الأسعار فى غير صالحه [٢].

---

(١) تعتبر منظمة الآزدا Internationa Swaps and Derivatives Association (ISDA) من أوائل المنظمات التى قدمت عقود نموذجية للعمليات الآجلة ، انظر : Alastair Hudson, "the law on financial derivative", 2nd, ed, sweet & Maxwell, London, 1998, p. 90 & 361-381.
أشار إليه د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، الإطار القانونى لخيار شراء القيم المنقولة ، ص ٢٦٣ ، وأيضًا http://www.isda.org/

(2) New York stock Exchange, Glossary of Terms & Acronyms, p21.

وهناك العديد من العناصر التى تساهم فى تحديد أسعار الخيارات – كما سبق وذكرنا – وهى سعر التعاقد ، وسعر الأصل محل التعاقد فى السوق الحاضرة ، ومدته ، وأسعار الفائدة ، ومدى تقلب الأسعار فى السوق ، وعما إذا ما كان الأصل – الأسهم مثلاً – محملاً بالأرباح أو بأداء أقساط .

**ب – مدة الخيار أو أجله Expiration Date :**

وهى الفترة التى يبقى فيها الخيار صالحًا لاستعمال مشتريه ، فإذا انقضت الفترة دون ممارسة الحق ، فإنه ينقضى حق المشترى فى الممارسة ، وبذلك ينتهى التزام البائع ، ولا يكون للخيار قيمة إذا كانت الأسعار فى غير صالح المشترى ،

مدة الخيار فى الأسواق غير الرسمية (OTC) ، تكون وفقًا لرغبات المتعاقدين ، أما فى الأسواق المنظمة Organized Markets ، تحدد مدة عقد الخيار ، وقد كانت أقصى مدة لعقد الخيار قبل عام ١٩٩٠ م تسعة أشهر ، إلا أن بورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) ، وبورصة نيويورك (AMEX) ، بدأتا فى عام ١٩٩٠م بتقديم خيارات لبعض الأسهم ومؤشرات الأسعار ، والمعروفة Long-Term Equity Anticipation Securities (LEAPS) وهى عقود خيارات على الأسهم ذات تاريخ صلاحية يزيد عن الثلاث سنوات ، ومتاحة على نوعين من الخيارات وهى خيارات الشراء وخيارات البيع وفقاً للأسلوب الأمريكى[١].

وتعمل البورصات على تحديد تاريخ معين لانتهاء الخيار ، وعدم تداوله بعد هذا التاريخ ، ففى الولايات المتحدة الأمريكية ، ثمة مرونة فى انتهاء الخيارات ، حيث تصدر بآجال تتراوح ما بين شهر وعامين، وفى هولندا تنتهى الخيارات كل ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو تسعة أشهر ، بيد أنه فى السنوات الأخيرة الماضية زادت كمية الخيارات المصدرة ، حيث من الجائز أن تصدر بآجال من شهر وحتى ٥ سنوات[٢] .

---

(1) GUY Cohen, Options Made Easy, p311.

(2) Niels R. Vande Vijver, "Securities Regulation in the Netherlands", Kluwer, London, 2000, p. 47.

ومن أجل تنظيم وتسهيل عملية تداول الخيارات، فإن البورصات تعمل على تحديد يوم معين خلال فترة صلاحيته للاستعمال ينتهى فيه استعمال الخيار ، ففى الولايات المتحدة الأمريكية يكون موعد انتهاء الخيارات المقيدة الساعة ٥٩: ١١ من يوم السبت التالى لثالث يوم جمعة خلال شهر التنفيذ .

"All Listed options expires at 11: 59 p.m on the Saturday following the third Friday of the expiration ".(١)

وفى الكويت يجب ألا تقل مدة الأجل عن شهر واحد وألا تزيد على اثنى عشر شهرًا ، وتحسب مدة الشهر على أساس ثلاثين يومًا تبدأ اعتباراً من اليوم التالى للتعاقد وتنتهى بانتهاء يوم العمل الذى يوافق تاريخ انتهاء الأجل ويوقف التداول ثالث يوم جمعة فى شهر التنفيذ ، ومشترى الخيار (المالك) يمارسه يوم السبت (٢).

ومدة الخيار عنصر هام فى تحديد السعر إذ دائمًا ما تكون أسعار الخيار أعلى كلما كانت أطول أجلاً سواء خيارات البيع أو الشراء ، حيث تزداد احتمالات وفرص تنفيذ العقد كلما طالت المدة ، وهو ما يؤدى إلى زيادة المخاطر بالنسبة للبائع الأمر الذى يقتضى حتمًا الحصول على عائد يتناسب مع درجة المخاطر وهو ثمن الخيار (٣).

---

(1) Victor L. Harper, Op, Cit., P232 see also allanh. Pessin, "securities law compliance a guide for borkers, dealers and investors", p. 337. Henry F. Johnson", is it better to go naked on the street? Aprimer on the options market", 55(1) the Notre Dam Lawyer, October, 1979, p. 9.

(٢) المادة ١٢ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٢ لسنة ٩٦ ، والمادة ٢ من قرار مدير سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٨١ لسنة ٩٨ .

(3) "Writers of Longer term option change larger premiums than writers of short term option on the same security. The charge is higher simply because the probability that the option will be exercised and that writer will lose money increase with the length of time the option remains option" Jack Clark Francis, "management of investment", Hill New York 1993, p. 614.

### ج - سعر استعمال الخيار Exercised Price /Strike price :

هو السعر الذى يحق شراء أو بيع الأصل محل عقد الخيار ، وإذا كان من الجائز للبورصات أن تتدخل فى تحديد أسعار التنفيذ حيث إنها تكون نمطية ، أما فى الخيارات غير الرسمية ، فإن سعر التعاقد هو السعر المدون فى العقد .

وبالرغم من أن البورصات تنمط أسعار التنفيذ للخيارات المتداولة فيها ، إلا أن سعر التنفيذ ليس سعراً واحداً إنما يتراوح بين عدد قليل من أسعار التنفيذ With Fewer Exerise Prices ، تكون على أسطر مختلفة أو فواصل مختلفة Intervals بالقرب من سعر السوق ، وعلى سبيل المثال السهم xyz يتداول بمتوسط ٩٦ للسهم تكون أسعار التنفيذ ، ما بين ٩٠ دولار ، ٩٥ دولار ، ١٠٠ دولار ، ١٠٥ دولار [١].

وتخضع هذه الأسعار للتقلبات فى أثناء الآجال، وللمشترى الخيار والمضاربة فيه أثناء الأجل ، ويتحدد سعر الاستعمال بألا تزيد عن أسعار السوق بخمسة بالمائة للأسهم التى تقدر بمائة دولار أو أقل ، وعشرة بالمائة للأسهم التى تزيد عن مائة دولار [٢].

وفى الكويت تقوم شركات صناع السوق بتحديد أسعار الشراء والبيع لأسهم الشركات التى تتعامل فيها ، والحد الأقصى للكميات التى تلتزم بشرائها أو بيعها بهذه الأسعار ، والوقت الذى تلتزم فيه بذلك ، وعلى الرغم من أنها تستقل بتحديد الأسعار التى تتعامل بها فإنها مقيدة بألا يزيد سعر التعاقد عن ١٥% سنويًا من السعر السوقى للأسهم محل التعاقد [٣].

---

(1) Rosemary E Georges., the Language of commodities: A commodity Glossary, NYIF, p65.

(2) Cox, Hillman and Langevoort, "Securities regulation cases and materials", Little, Brown and company, London, p. 1290.

مشار إليه : د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٩ .

(٣) المادة ١١ من قرار لجنة سوق الأوراق المالية رقم ٢ لسنة ٩٦ ، والمادة الأولى من قرار مدير السوق رقم ١٨ لسنة ١٩٩٨ .

ويكون لعقد الخيار أكثر من سعر تنفيذ ويطلق عليها الهامش أو الفاصل Interval وفى الولايات المتحدة تبدأ من 2.5 $ ثم تزاد بـ 5$ ، وعندما تكون أسعار الأسهم فى السوق ما بين 5 $ و 25$ يكون الفاصل 2.5 $ ويزاد إلى 5 $ للأسهم التى تتراوح أسعارها ما بين 25 $ إلى 200 $ ، وأخيراً يكون الفاصل 10 $ للأسهم التى تتداول فى السوق بأسعار أكثر من 200$ [1].

وفى بورصة شيكاغو للخيارات أيضًا يقوم صناع السوق بتحديد أسعار البيع والشراء قبل بداية الجلسة ولكنهم مقيدين بألا يزيد الفرق بين أسعار البيع والشراء عن نسبة معينة وقد سبق ذكرها، حماية للمتعاملين فى هذه العقود من استغلال شركات صناع السوق .

**د – حدود التغيرات السعرية:**

والسبب وفى وضع حدود للتغيرات السعرية "Daily Limit" هو الحد من آثار التقلبات السعرية الناتجة عن المغالاة فى الاستجابة للمعلومات التى ترد إلى السوق ، ويتفاوت هذا الحد من أصل إلى آخر، فإذا كانت هذه الحدود موجودة بالنسبة للعقود الواردة على الأسهم ، فإنها غير موجودة بالنسبة للخيارات الواردة على مؤشرات الأسهم "Stock index" ، وتقوم إدارة البورصات بوضع ضوابط للتعامل مع الظروف غير العادية من خلال ما يعرف بالإيقاف المؤقت أو قاطع دورة التعامل Circuit Breakers الذى أدخل عقب أزمة الاثنين الأسود فى أكتوبر ١٩٨٧ ، والذى بمقتضاه تم إيقاف التداول Trading Halt لفترة من الزمن مدتها ساعة ، إذ ما انخفض مؤشر داو جونز بما يعادل ٢٥٠ نقطة مقارنة باليوم السابق ، ويكون الإيقاف مدته ساعتين ، إذا ما كان الانخفاض فى قيمة المؤشر ٤٠٠ نقطة [2].

---

(1) GUY Cohen, Options Made Easy, p34.

(٢) أ.د. منير إبراهيم ندى ، الفكر الحديث فى إدارة المخاطر ، الجزء الثانى ، المشتقات المالية : العقود الآجلة والعقود المستقبلية ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٣ ، ص ١٦٠ .

**هـ – وحدة التعامل : Unit Tradint :**

يقصد بوحدة التعامل حجم العقد Contract size أى عدد الوحدات التى يتضمنها العقد ، فى الأسواق الحاضرة تكون قيمة وحدة التعامل على أساس عدد الأسهم ، بينما فى أسواق العقود يكون أساس التعامل هو العقد ، الذى تختلف وحداته من أصل إلى آخر ، ففى بورصة شيكاغو للخيارات وحدة العقد هى ١٠٠ سهم بالنسبة للخيارات على الأسهم وبورصة نيويورك ( NYSE) ، أى أن العقد الواحد يساوى ١٠٠ سهم ، وحدة التعامل للسندات تمثل ١٠٠٠ $ [1].

ويرجع السبب فى التعامل على أساس العقد ، هو أن ما يدفعه المشترى عند التعاقد ، هو مبلغ العلاوة ، وهو يمثل نسبة لا تزيد عن ١٠% من قيمة العقد ، وبالنسبة للبائع فإن ما يدفعه هو الهامش المبدئى الذى لا يمثل أكثر من ٢٥% من قيمة العقد ، والتعامل فى تلك الأسواق ينطوى على قدر كبير من الرفع المالى ، بما يعنى أنه لا مبرر لشراء كميات صغيرة ، ولتقليل تكلفة المعاملات حيث إن جزءاً من هذه التكلفة ثابت بصرف النظر عن حجم العقد .

**و – حدود المراكز option Limits :**

تضع البورصات حدوداً للمراكز التى يمكن للمستثمر فى عقود الخيارات أن يأخذها سواء بطريق مباشر أو غير مباشر ، بهدف منع المستثمرين من السيطرة أو التحكم بعقد معين .

وتحدد المراكز طبقاً لعدد الأسهم المصدرة للمنشأة محل العقد وحجم تداول

---

(1) New York stock Exchange, Glossary of Terms & Acronyms, p21.

هذه الأسهم خلال آخر ستة شهور ، وقد حددت بورصة شيكاغو للخيارات عدد العقود التى يجوز للمستثمر أن يأخذها فى جانب واحد فى السوق [١]، فى حدود ٧٥ ألف عقد أو ٦٠ ألف عقد أو ٣١٥٠٠ عقد أو ٢٢٥٠٠ عقد أو ١٣٥٠٠ عقد ، وفى حالة تجاوز عدد العقود التى يأخذها المستثمر حدود المراكز الموضعة من قبل البورصة ، يجب على هذا المستثمر التصرف فيما يزيد عن حدود المراكز بتنفيذ هذه العقود فى خلال ٥ أيام عمل متتالية حتى تتساوى مع حدود المراكز ، هذا وتقوم بورصة شيكاغو للخيارات بالإفصاح عن عدد العقود التى تزيد عن ٢٠٠ عقد [٢].

---

(١) بائع خيار الشراء ، ومشترى خيار البيع يمثل جانباً واحد فى السوق ، وإن كلا منهما يعطيان الحق فى بيع الأصل محل عقد الخيار ، وكذلك مشترى خيار الشراء ، وبائع خيار البيع يمثلان جانباً واحداً حيث كل من العقدين يمنحان الحق فى شراء الأصل محل العقد ( Rule 4.11, CBOE ) .

(2) Rule 4.31, CBOE.

## المبحث الثانى
## ممارسة عقود الخيارات

ممارسة عقود الخيارات تتميز بالمرونة وسهولة تسييلها ، فضلاً عن وجود بدائل متاحة سواء لمشترى الخيار أو بائعه فى التنفيذ ، ونعرض فى هذا المبحث شروط ممارسة عقود الخيار (فى مطلب أول) ، وطرق الممارسة فى (مطلب ثان) .

### المطلب الأول : شروط ممارسة عقود الخيار

يشترط تحقق ثلاثة شروط لممارسة عقد الخيار ، وهى الممارسة خلال المدة المحددة بالعقد ، واتباع الإجراءات المطلوبة ، وأن تكون الممارسة نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط .

**١ - ممارسة الخيار خلال مدته :**

الخيار - كما تقدم - مقيد بمدته ، وطبقًا للأسلوب الأمريكى للمشترى ممارسة حق الخيار فى أى وقت حتى انتهاء تاريخ الصلاحية المحدد بالعقد ويحق لمشترى الخيار وفقًا للأسلوب الأمريكى خلال مدته ، وتبدأ من اليوم الأول ، لإبرام العقد وتنتهى فى اليوم الأخير لانتهاء الصلاحية وهو يوم السبت التالى لثالث يوم جمعة خلال شهر التنفيذ[1] ، بينما طبقًا للأسلوب الأوروبى يسمح لمشتريه تنفيذ الخيار فقط فى تاريخ انتهاء صلاحية العقد .

وتحدد البورصات أيام ساعات التداول ففى بورصة شيكاغو ( CBOE )، من الساعة الثامنة ونصف صباحًا وحتى الثالثة بعد الظهر ، وفى بورصة نيويورك تبدأ ساعات التداول من ٣٠: ٩ صباحاً وحتى ٥٥: ٤ مساءً ، فإذا تقدم مشترى الخيار بطلب لممارسة حقه بعد انتهاء ساعات التداول فإن يوم الممارسة يكون فى

(1) David M. Weiss, after the trade is made: processing securities transactions, New York Institute of Finance, p. 228.

اليوم التالى ، وإذا تقدم بطلب لممارسة حق الخيار بعد انتهاء أجله ، فإن الخيار يقتضى فى هذه الحالة الإلغاء لعدم الاستعمال خلال مدته [١]، وتبرز أهمية تحديد يوم الاستعمال من أجل تحديد سعر السوق فى هذا اليوم .

**٢ - تقديم إشعار تكليف an assigned notice:**

مشترى العقد الذى يرغب فى تنفيذه يجب أن يخطر Notify شركة السمسرة الذى يتعامل معها فى يوم انتهاء صلاحية العقد وذلك فى تاريخ سابق على هذا اليوم وتقوم شركة السمسرة بإخطار شركة تقاص الخيارات (OCC)، والتى تقوم باختيار بائع بطريقة عشوائية Randomly طبقاً لقاعدة المبرم أولاً ينفذ أولاً First-in First out basis وهو الذى يقع عليه تنفيذ العقد من خلال إخطار سمساره بذلك ويوكل إليه العقد المكتوب [٢]، ثم يختار السمسار عشوائيًا أحد عملائه الذين كتبوا هذه الخيارات لتنفيذ ذلك العقد .

الكاتب الذى وقع عليه الاختيار يقال عنه إنه تلقى إشعار تكليف "an assigned notice" ، وبمجرد أن يتم التكليف يُحظر على الكاتب القيام بأية معاملة تلغى هذا الالتزام ، بمعنى أن كاتب خيار الشراء لابد له من بيع الأوراق المالية على العقد ، وكاتب خيار البيع لابد له من شراء الأوراق المالية محل العقد [٣].

وسيلة إشعار التكليف تتم بالإتصال التليفونى أو أى وسيلة سريعة غير كتابية بشرط إرسال تأكيد كتابى سواء بفاكس أو تليكس أو سويفت لا يتأخر عن يوم العمل التالى ، ويحدد العقد أو اللائحة أثر عدم تقديم الإشعار فى صحة ممارسة الحق .

---

(1) New York stock Exchange, constitution and rules, Hour business, rule 51, p2051.

(2) The Option Clearing Corporation, Understanding Stock Options, 1994, p25.

(3) New York stock Exchange, constitution and rules, Hour business, rule 78, p782.

وممارسة حق الخيار تكون بالإرادة المنفردة لمشترى الخيار ، وبالتالى فإن المحرر وضعه غير مستقر ، لذلك فقد ينص فى العقد النموذجى للمحرر قبل انتهاء صلاحية الخيار أن يطلب من المشترى تأكيد نيته فى ممارسة الخيار ، وبذلك ينتقل إلى المشترى التزام بأن يفصح عن نيته من خلال تقديم إشعار إلى المحرر ، ليتمكن المحرر من تسليم أو شراء الأصل فى تاريخ الممارسة، وقد ينص فى بعض عقود الخيارات على أنه يعتبر قد استعمل تلقائيًا دون حاجة إلى تقديم طلب الاستعمال إذا وصلت أسعار الأصول محل العقد إلى السقف المحدد بالعقد Capped Option [1].

بيد أن تلك القاعدة تطبق فى الخيارات التى يكون فيها استعمال الخيار خلال الموعد المحدد على الطريقة الأوربية ، أوفى آخر يوم من تاريخ الصلاحية على الطريقة الأمريكية ، لمصلحة المشترى .

**٣ - أن تكون الممارسة نهائية وناجزة وغير معلقة على شرط :**

سبق القول بأن الخيار يعطى لمشتريه الحق فى الممارسة بالإدارة المنفردة ، ولذلك يتعين أن يكون الاستعمال نهائيًا ولا رجعة فيه أى أن الاستعمال يرتب إثارة بصورة فورية ، وينقضى العقد بمجرد الاستعمال .

وينبغى أن يكون الاستعمال ناجزًا أى غير معلق على شرط أو مضاف إلى أجل ، ونظرًا لأن التعامل فى أسواق العقود يتم على أساس العقد ، فإن ممارسة عقود الخيارات غير قابلة للتجزئة ، أى وحدة الممارسة ، إما ممارسة العقد بالكامل وإما عدم ممارسة العقد ، حيث إن الممارسة تكون على الأصل محل العقد ، والممارسة على جزء من هذه الأصول يُعد تعديلاً لشروط العقد ، سيما وأن هذه العقود نموذجية ، ومتماثلة إلى درجة أنها تحل محل بعضها فى التنفيذ .

وينبغى أن تتضمن العقود النموذجية النص على أن عقود الخيارات نهائية وناجزة وغير قابلة للتجزئة ، لمنع المشكلات التى تثور عند ممارسة هذه العقود .

---

(1) -Term No. 2 of confirmation of OTC option transaction, Alistair Hudson "the Law on Financial Derivatives", p. 395.

- د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧٤ .

## المطلب الثانى : البدائل المتاحة للمشترى فى ممارسة الحق

لمشترى حق الخيار ثلاثة احتمالات الأول هو الاستعمال ، الثانى عدم الاستعمال خلال مدته والثالث بيع عقد الخيار ويتصل ذلك كما يلى :

**أولاً – ممارسة الخيار أو استعماله :**

توجد ثلاث طرق لممارسة عقود الخيار وهى التسليم أو التسوية المالية أو التداول أو التصفية ونوجز ذلك فيما يلي:

**١ – التسليم : Delivery**

إنّ لمشترى الخيار تجاه محرر حقًا شخصيًا وليس عينيًا ، حيث تنفذ الخيارات فى البورصات على الأشياء المثلية لعقود الخيارات أى أنها تحل محل بعضها ، وتقوم جهة المقاصة (OCC) بضمان التزام المتعاملين حيث تؤدى دور البائع للمشترى ، والمشترى للبائع ، وإذا كان الكاتب مالكًا لمحل العقد وقت إبرام الخيار "Covered" فعليه تسليم الأصل إلى جهة المقاصة من خلال سماسرة وفى حالة قيام الكاتب بإبرام العقد دون ملكية الأصل محل العقد Uncovered / naked ، تلزمه جهة المقاصة بتقديم هامش لضمان التنفيذ ، فإذا طلب المشترى ممارسة العقد ، فعلى المحرر شراء الأصل محل العقد من السوق وتسليمه إلى جهة المقاصة.

وقد تطرأ ظروف تحول دون تنفيذ العقد أو تقيد طبيعة الأصل محل العقد مثل تصفية الشركة أو اندماجها ، ففى هذه الحالة لابد من التسوية المالية بناء على قواعد التنفيذ عن طريق التعويض .

ففى حالة تجزئة الأسهم يتم التسليم بمراعاة حساب عدد الأسهم قبل التجزئة، وتسليم عدد يساويها بعد التجزئة أو التسوية المالية بمراعاة قيمة الأسهم قبل التجزئة، بينما فى حالة توزيع الأرباح أو الأسهم المجانية ، فإذا كان التوزيع قبل الاستعمال

تكون من حق المحرر ، وإن كان التوزيع بعد تاريخ الاستعمال تكون من حق المشترى .

وتحدد قواعد جهة المقاصة (OCC) المدة الزمنية التى يتعين فيها تسليم الأصل محل العقد ، ففى بورصة شيكاغو للخيارات يتعين أن يتم التسليم خلال ثلاثة أيام من تاريخ الاستعمال ، وإذا لم يقم المحرر بالتسليم تقوم مؤسسة (OCC) بتسليم المشترى الأصل محل العقد من خلال الشراء من السوق على حساب سمسار المحرر ، الذى يرجع إلى عميله بعد ذلك لاستيفاء حقه [1].

**٢ - التسوية المالية : Cash Settlement :**

وفقًا لهذا النظام يقوم المتعاملون بالدفع عند ميعاد انتهاء العقد ، وذلك من خلال تسوية أية أرباح أو خسائر بدلاً من التسليم المادى ، وتحتسب التسوية على أساس قيام المحرر بأداء الفرق بين سعر الاستعمال وسعر السوق للأصل محل العقد إلى مشترى الخيار ، وهذا ما يطلق عليه أن يؤول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار .

ومن الأهمية تحديد أسعار السوق فى يوم استعمال الخيار هل هو أعلى سعر خلال هذا اليوم أم متوسط إقفال خلال الجلسة كلها أم آخر سعر تم التنفيذ به ، حيث قد يختلف الأطراف على تحديد هذا السعر ، وحلاً لهذه المشكلات ينبغى أن يتضمن العقد النموذج النص على القاعدة التى يتم على أساسها تحديد سعر السوق فى يوم الممارسة .

وقد تثور بعض الصعوبات فى حساب سعر السوق فى يوم الاستعمال فى حالة عدم وجود تداولات خلال هذا اليوم على الأصل محل العقد ، أو فى حالة

---

(1) Chicago board options exchange, "Characteristics and Risks of Standardized Options", Chapter 7, p.3.

وجود معلومات على هذا الأصل فى هذا اليوم أو عدم وجود تداول بسبب إمساك المتعاملين لهذه الأصول ، لاسيما وأن السوق الحاضر محكومة بحدود سعرية لا يمكن تجاوزها ، لذلك يمكن الاستعانة بلجنة لاعتماد واحتساب أسعار تسوية العقود ، ومهمتها ستكون سهلة بالنسبة للعقود النشطة ، بينما ستكون صعبة بالنسبة للعقود غير النشطة ، وتتكون هذه اللجنة من أعضاء البورصة التى تتداول فيها السلعة .

وعلى الرغم من أن المشرع الكويتى فى المادة ٣٢٧ من قانون التجارة أقر صحة العقود الآجلة التى تؤول إلى مجرد دفع الفرق فإن البورصة لم تحدد على أى أساس تحديد أسعار السوق فى يوم الممارسة إلا أن إدارة السوق استلزمت تسليم الأصل إلى غرفة المقاصة حيث تقضى المادة ١٠ من قرار مدير السوق رقم ١٨ لسنة ١٩٨٨ بوجوب تسليم الأسهم محل التعاقد إلى غرفة المقاصة أثناء الأجل ، وتسجل باسمها ، وتنقل ملكيتها إلى المشترى إذا دفع باقى الثمن خلال الأجل .

بيد أن استلزام التسليم المادى قد يستحيل فى حالة التعاقد على شراء الأسهم والعملات [١] فى بعض الحالات ، وأيضًا التسوية المالية تكون أقل تكلفة وأكثر مرونة وتلبى رغبة المشترى ، لأنه فى النهاية يتطلع إلى تحقيق الربح .

### ٣ - التصفية : Close out /Offset :

فى أسواق العقود تسوية العمليات تتم من خلال التصفية Offset أو معاملة عكسية Reversing Trade ، وفقًا لهذا النظام يقوم المتعامل بتصفية مركزه الخاص بعقود الخيارات إلى الصفر ، حيث يقوم ببيع ما سبق أن اشتراه أو العكس ويساعد على ذلك ما سبق وذكرنا توحيد العقود حيث أصبحت العقود من المثليات

---

(١) Rosemary E Georges., The Language of commodities: A commodity Glossary, NYIF,p29.

وتقوم مؤسسة التقاص بالشراء من حساب السمسار والبيع من ذات الحساب [1] .

**ثانياً : انقضاء العقد دون تنفيذه :**

تقدم القول أن الخيار هو حق وليس التزام ، ولمشتريه أن يستعمله ، إذا كان الاستعمال فى صالحه ، أما إذا كان الاستعمال فى غير صالحه فإنه لن يقدم على الاستعمال ، فإذا ارتفعت أسعار السوق فإن مشترى خيار الشراء سيقوم بالممارسة ، وإذا انخفضت أسعار السوق سيقوم مشترى خيار البيع بالممارسة حيث فى الحالتين سيحقق ربحًا .

وإذا كانت الأسعار فى غير صالح المشترى فإنه لن ينفذ العقد خلال مدته ، وبالتالى ينقضى الالتزام دون تنفيذ ، والأجل يتحدد بتاريخ معين أو قابل للتعيين ، وينقضى الخيار بانتهاء اليوم الأخير فى الأجل ، ويسقط التزام البائع ، ويربح مقدار العلاوة أو سعر الخيار .

**ثالثاً : التصرف فى عقود الخيارات Options Trading :**

يقوم المستثمرون بالمضاربة على أسعار عقود الخيارات من خلال بيعها حتى يحل موعد الأجل ، وقد سبق أن ذكرنا أن أسعار الخيارات تتأثر بعناصر عدة منها أسعار السوق وأسعار الممارسة وتاريخ الاستحقاق ، وتقلب الأصل فى السوق ، وأسعار الفائدة الخالية من المخاطر والتوزيعات .

---

(١) Offset – for the calculation of margin, the pairing of longs and shorts of the same commodity and month in a hedge account Example:

Long 1 mar 1.000 oz silvers ( Chicago)
short 2 mar 1.000 oz silvers ( Chicago )

(Rosemary E Georges., the Language of commodities: A commodity Glossary, NYIF, p126).

ويساعد على تداول هذه العقود قيد الخيارات بمؤسسة التقاص ومعايرة العقود أى توحيدها ، وهذا التوحيد فى المعايرة هو الذى يساعد على زيادة السيولة فى السوق ، ولذلك تنظم البورصات عقود الخيارات – المقيدة – فى مجموعات تتداول كل مجموعة باعتبارها سلعة مختلفة عن المجموعة الأخرى ، ويطلق عليها العقود المسلسلة "Series" وهى العقود التى ترد على أصل معين وذات وحدة تداول ونفس تاريخ الصلاحية وسعر التنفيذ (١).

وفى الكويت أجازت إدارة السوق بيع الأصل محل العقد فى السوق الحاضرة ولكن يسجل الثمن فى حساب البائع (٢).

ويساعد على عملية تداول هذه العقود أيضاً ترميز عقود الخيارات Option Ticker Symbols وتختلف رموز التعريف بالخيارات على مستوى العالم من دولة إلى أخرى – فى عقود الخيارات على الأسهم فإن رمزها يشبه إلى حدٍ ما رمز الأسهم محل عقد الخيار – حيث من خلال الرمز نتعرف على الأصل محل العقد وشهر التنفيذ وتاريخ التنفيذ .

ومن تسلسل الحروف نتعرف على الخيار فأول حرف وحتى ثلاث تدل على الأصل محل العقد ويسمى بـــ Roof ، ولذلك يمكن أن يختلف رمز عقد الخيار عن رمز الأصل محل العقد إذا كان الأخير مكوناً من أكثر من ثلاثة حروف فعلى سبيل المثال رمز سهم شركة ميكروسوفت MSFT ، ولكن Roof لعقد خيار على أسهم Microsoft هو MSQ وثانى حرف بعد Roof يدل على شهر التنفيذ ، ونوع خيار شراء تسخدم النصف الأول من الأبجدية من A ( يناير ) وحتى L ( ديسمبر ) ، ولو العقد خيار بيع يستخدم حروف النصف الثانى من الأبجدية من M ( يناير )

---

(1) Series of options- All option contracts of the same class that also have the same unit of trade, expiration date and strike price, CBOE, Option Dictionary.

(٢) المادة ١١ من قرار مدير سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١٨ لسنة ١٩٩٨ .

وحتى ديسمبر ، ويمثل الجدول رقم (٤) من الملحق كود بأشهر التنفيذ .

وآخر حرف من الرمز يدل على سعر التنفيذ ، ويبين الجدول رقم (٤) من المرفق كود بأسعار التنفيذ، وعلى سبيل المثال يدل الرمز التالى MSQAF حيث تشير الحروف MSQ إلى الأصل Roof ويشير حرف A إلى شهر التنفيذ وهو يناير ، ويمثل أيضاً خيار الشراء Call ، ويشير الحرف الأخير F إلى سعر التنفيذ وهو سعر 60 $ [١].

(١) Guy Cohen," options made Easy, second Edition prent iceha " Financial Times, Pearson Education", 2005, pp34- 36.

## المبحث الثالث

## القواعد المنظمة للتعامل فى أسواق الخيارات

تخضع منتجات المشتقات المالية فى الولايات المتحدة الأمريكية لقوانين السلع الأمريكية "US commodity laws" ، أو قوانين الأوراق المالية Security Laws ، وهذا يعتمد على الأصل محل تداول العقود ، وإذا كان العقد المتداول أحد روافد العقود المستقبلية بما فيها الخيارات على العقود المستقبلية "An option on a futures contract" ، تخضع لأحكام قوانين السلع ، أما إذا كان محل العقد ورقة مالية تخضع لقانون الأوراق المالية الأمريكية "Securities Laws" ، وقد تخضع لأى منهما أو كليهما إذا ما كان محل العقد يتضمن عدة وجوه مثل عقود الخيار على المستقبليات للأوراق المالية ، لذا نتناول النظم التشريعية للأوراق المالية وعقود المشتقات " مطلب أول " والمسئولين عن تنفيذ التشريعات فى " مطلب ثان " وبعض صور الممارسات غير الأخلاقية فى أسواق المشتقات المالية فى " مطلب ثالث " وذلك على النحو التالى :

### المطلب الأول : النظم التشريعية للأوراق المالية :

القانونان الأساسيان الفيدراليان اللذان يحكمان التعامل فى الأوراق المالية فى الولايات المتحدة الأمريكية هما قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ ، وقانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ .

**أ – مرسوم الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣[١] :**

تم التصديق على مرسوم الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ (مرسوم ٣٣) كقانون فى ٢٣ مايو سنة ١٩٣٣ ، ويعد هذا المرسوم الأساس فى كثير من القواعد والقوانين التى تحكم عملية تأسيس الشركات العامة ، وهو يعنى بالإصدارات الأولية Primary issue ويهدف إلى تحقيق هدفين رئيسيين :

١ – تسجيل الأوراق المالية قبل بيعها للجمهور .

٢ – توقيع عقوبات مدنية وجنائية ضد مرتكبى أعمال الاحتيال أو الغش المرتبطة بالتعامل فى الأسواق .

**ب – قانون البورصة لسنة ١٩٣٤م :**

صدر القانون رقم ١٩٣٤م لعلاج النقص فى قانون ١٩٣٣ م ، والمتمثل فى عدم تحديد الجهة الرقابية المسئولة عن تنفيذ القانون لإحكام الرقابة على السوق، والحد من الممارسات غير الأخلاقية ، ويهدف إلى تنظيم عملية المتاجرة فى السوق الثانوية Secondary market ، وتسجيل المتداولين من شركات صناع السوق ، والوسطاء ، والمتاجرين فى الأوراق المالية ، والبورصات والالتزام بقواعد البورصة والمقاصة [٢].

(1) committee on commerce U.S. House of representatives, "compilation of securities laws within the Jurisdiction of the committee on commerce", 105th congress 1st. session, Jan, 1997.

(2) Sec. 15, securities Exchange Act of 1934.

وقد أنشأ القانون هيئة سوق المال الأمريكية US Securities and Exchange Commission(SEC) ، وتهدف إلى حماية المتعاملين والاشراف على تسجيل الأوراق المالية ونزاهتها ، ولتحقيق ذلك تطلب الإفصاح عن المعلومات المالية للجمهور بالإضافة إلى إشرافها ورقابتها للأعضاء المشاركين فى الأسواق مثل البورصات والسماسرة وصناع السوق ومستشارى الاستثمار ، ولها سلطة واسعة فى إصدار اللوائح المتعلقة بالسوق ، وتتمتع بسلطة التحقيق فى المخالفات ، وقد تمنع الشخص أو تحظر عليه بصفة مؤقتة العمل فى مجال الأوراق المالية ، ولها فرض عقوبات على المخالفين بحكم من أحد المحاكم المحلية الأمريكية ، ولها أن تحيل المسألة إلى وزارة العدل لإقامة دعوى جنائية [١].

**جـ - الخيارات وقانونا الأوراق المالية ١٩٣٣ ، ١٩٣٤ :**

يشترط قانون ١٩٣٣ تسجيل الأوراق المالية والقصد من ذلك ضمان الإفصاح عن كل مصادر المعلومات عن الشركات المصدرة فى وثيقة معدة إعدادًا دقيقًا ومنتظمًا تسمى نشرة الاكتتاب Prospectus ، وذلك حتى يتخذ المستثمر قراره مستندًا إلى معلومة دقيقة فيما يتعلق بشراء الأوراق المالية ، ولا يمكن بيع الأوراق المالية إلا بعد الموافقة على التسجيل [٢].

المادة (٢) من هذا القانون قضت بأن الخيارات هى ورقة مالية حيث توسعت فى تعريف الورقة المالية لتشمل ، أى سند أو أذون خزانة ، أو أسهم أو أداة من الأدوات المديونية ، أو صك يعد دليلاً على المديونية أو عقد استثمار أو عقد خيار بيع put option ، أو خيار شراء call option أو هما معًا Straddle ، أو أداة تعارف الناس عليها كورقة مالية أو أى حق فى شراء الأسهم Securities Rights ، أو ما يطلق عليه Securities Warrants ، أو الاكتتاب أو الشراء لأى أداة سابقة .

---

(1) Sec. 10, 15, 16, securities Exchange Act. Of 1934.

(2) Sec. 5, securities Act of 1933. U.S. Government printing office, Washington: 1997.

هذا وتخضع عمليات السوق الأولية Primary Market لقانون ١٩٣٣ ، وهو الأمر الذى يقتضى تسجيل الإصدارات العام الجديدة لدى هيئة سوق المال الأمريكية Securities and Exchange Commission (SEC) ، أما الأوراق المالية غير المطروحة للاكتتاب العام Private Placement تستثنى من متطلبات التسجيل ، وكذلك الأوراق المالية الحكومية .

## المطلب الثانى : الأشخاص المسئولون عن تنفيذ التشريعات :

كما سبق وذكرنا أن منتجات المشتقات تخضع لأحكام قوانين السلع والأوراق المالية بحسب نوع المنتج محل العقد ، وبالتالى فإن عقود الخيارات يسرى عليها التشريعات المنظمة لأحكام قوانين السلع إذا ما كان المنتج محل العقد ليس ورقة مالية ، وتسرى عليها قوانين الأوراق المالية إذا ما كان المنتج محل العقد ورقة مالية .

وتوجد أربع جهات تقع عليها مسئولية التشريعات وتنفيذها وهى : السمسار ، والبورصة ، وجهة المقاصة ، وباعتبارها مؤسستين ذاتية التنظيم ، واتحاد المستقليات القومى ، ووكالة الحكم الفيدرالى ولجنة تداول العقود المستقبلية وذلك على النحو التالى :

### ١ - السمسار The broker :

السمسار هو الذى يقدم عملية إلى كلٍ من البورصة ، وجهة المقاصة ، وفى نظام الهامش يكون السمسار عضو تسوية ومسئولاً عن جميع الحسابات لدى شركة المقاصة بصفته وكيلاً عن عميله لدى جهة المقاصة ، لذا فإنه يجب عليه أن يلتزم بنظام الهامش Margin المعتمد من قبل البورصة وجهة المقاصة .

كما على السمسار أن يلتزم بما يسمى (اعرف عميلك) "Know Your customer" ، حيث إن السمسار هو ممثل صناعة الأوراق المالية والأجدر على

معرفة قدرة العميل المالية واهدافه الاستثمارية ، ويعد رقيبًا على أوامر العميل للتأكد من عدم مخالفتها اللوائح [1].

فى أسواق الخيارات والمستقبليات توجد قيود على الحدود القصوي لمراكز المتعاملين "Position limits" على عقود معينة، وتهدف إلى منع المتعامل من التحكم فى الأسعار ، وقد يلجأ المتعاملين إلى فتح أكثر من حساب لدى شركات السمسرة فى الأوراق المالية للتحايل على هذه القاعدة ، وقد يكون هناك قيود للمتاجرة فى أسواق الخيارات لبعض المؤسسات بسبب طبيعة عملها ، أو يكون مسموح لها بالمتاجرة بغرض التحوط فقط ، لذلك فإن السمسار بسبب قربه من العميل فإنه يكون مسئولاً عن الكشف والإبلاغ عن تلك المخالفات حتى لا تحدث فوضى فى السوق أو تهديد النظام ، ووضع تعاملات العميل فى إطار قواعد الصناعة واتفاقها مع اللوائح والقوانين .

**٢ – بورصات الخيارات وجهات المقاصة كرقباء :**

**Option Exchanges and clearing houses as regulators**

المنظمات ذاتية التنظيم هى أعضاء حملت مسئوليات خاصة بوضع النظم وتنفيذها طبقاً للقانون رقم ١٩٣٤ م ( فى المادة ٢٨) لمساعدة هيئة سوق المال الجهة المنظمة للتعامل فى تنظيم قواعد السوق بما فى ذلك تنظيم البورصات ، وآليات التداول الإليكترونى ، وشركات الوساطة ، وصناع السوق ، ومؤسسات التقاص ، وتتحملهذه المنظمات وضع ومراجعة وتنفيذ معايير سلوك اعضائها .

ويوجد فى الولايات المتحدة الأمريكية ٢٥ منظمة ذاتية وفقاً لقانون ١٩٣٤م ، منها ثمانى بورصات ، والرابطة القومية لتجار الأوراق المالية ، وثلاثة عشر وكالة تلخيص نشطة ، والمجلس البلدى لوضع نظم الأوراق المالية.

---

(1) "Use due diligence to learn the essential facts relative to every customer, every order ....." (New York stock Exchange, constitution and rules, rule 435).

بورصات الخيارات والمستقبليات وجهات المقاصة هى جهات ذاتية التنظيم "Self-regulated organizations" ، لذلك تضع البورصات اللوائح المنظمة لنشاط أعضائها لبث الثقة لدى المتعاملين والتى يستطيع المتعاملون فيها تنفيذ الصفقات بالأسعار السائدة ، لذلك تحرم جميع البورصات الغش والاحتيال وكذلك التقصير فى تنفيذ التزامات العقد ، سنتناول بعض الممارسات غير الأخلاقية فى بورصات الخيارات لاحقًا والقواعد الموضوعة لمنع هذه الممارسات .

### ٣ - الاتحاد القومى للعقود المستقبليةNational Futures (NFA) Association

فى عام ١٩٧٤ صدر قانون جديد من الكونجرس ، يعطى الحق فى إنشاء جهة أو أكثر تتولى وضع التشريعات المنظمة لأسواق العقود المستقبلية ورقابتها ذاتيًا Self-regulators ، بحيث تكون مسئولة عن منع الاحتيال "Prevent fraudulent" ، والتلاعب "mainpuplation" ، وتشجيع مبادئ المتاجرة العادلة لحماية المستثمرين ، وإزالة المعوقات وتفعيل آلية تجارة العقود [١].

ويشترط أن يكون عضوًا بالاتحاد كل من تاجر العمولة للعقود المستقبلية Futures commission merchant (FCM) ، وسمسار التمهيد Introducing broker (IB) ومستشارى تجارة السلع Commodity Trading Advisor (CTA) ، ومدير مجمع السلع Commodity pool أما سمسار الصالة والتجار فلا يشترط أن يكونوا أعضاء على أساس أنهم هم موضع تنفيذ اللوائح التى يضعها الاتحاد ، ويتم اختيار الأعضاء للتسجيل بالاتحاد ومتطلبات كفاية رأس المال وأخيرًا يقوم الاتحاد بحل النزاعات ، ويمول ذاتيًا من رسوم الأعضاء [٢] .

---

(1) Sec. 4m. Commodity exchange act, 1974.

(1) New York stock Exchange, Glossary of Terms & Acronyms, p21.

٤ – هيئة تداول العقود المستقبلية :

**Commodity Futures Trading Commission (CFTC)**

تأسست سنة ١٩٧٤ ، وقبل ذلك كانت أسواق المستقبليات تنظم بطريقة فردية تحت قانون بورصات السلع ، وبمقتضى القانون المنشئ لهيئة تداول العقود المستقبلة( CFTC ) أصبحت هى الجهة الرقابية لأسواق المستقبليات بما فيها عقود الخيارات والتى يكون محل العقد سلعاً .

وتقوم الهيئة بالرقابة على تداول العقود المستقبلية market surveillance ، واعتماد العقود الجديدة والتأكد من أن تقدم خدمة للمتعاملين ، كما يحق لها تنظيم قواعد تداول العقود ووضع حدود سعرية لتقلبات الأسعار ، ومراجعة شكاوى المتعاملين والتدخل فى الظروف غير العادية فى قيادة السوق .

وأخيراً فإن هيئة سوق المال الأمريكية Securities and Exchange Commission (SEC) هى الجهة الرقابية لأسواق المستقبليات عندما يكون الأصل محل العقد من الأوراق المالية [١]، وتتحمل مسئوولية وضع والحفاظ على المعايير المؤدية إلى توفير أسواق عادلة ومنظمة وتتسم بالكفاءة والأمن من خلال الأشراف على المشتركين الرئيسين فى السوق والسماسرة الماليين والتجار والبورصات ومؤسسات التقاص ، ويوفر قانون ١٩٣٤م التفويض والسلطة القانونية لوضع الأنظمة الخاصة بالأسواق الأمريكية للأوراق المالية .

---

(2) Rosemary E Georges., The Language of commodities: A commodity Glossary, NYIF, p134.

## المطلب الثالث : الممارسات غير القانونية فى أسواق الخيارات :

يتعرض المتعاملون فى أسواق الخيارات إلى بعض الممارسات غير الأخلاقية والتى تضر بجمهور المستثمرين ، لذا فإن قواعد البورصات والجهات الرقابية كهيئة سوق المال الأمريكية (SEC) والهيئة القومية للعقود المستقبلية (CFTC) تمنع هذه الممارسات ومنها :

### ١ - العمليات الصورية Fictitious Trading :

والعمليات الصورية هى التى لا يترتب عليها تغير فى ملكية المستفيد ، أي لا يترتب عليه انتقال للملكية ، وتحرم قواعد البورصة هذه الممارسة من خلال منع التعامل مع النفس ، واتخاذ الجانب المعاكس لطلب العميل ، أو أن يأخذ التاجر المزدوج Dual trader مركز مضاد أخذه أحد عملائه [١].

### ٢ - المتاجرة المرتبة سلفًا Prearrange trading :

كأن يتفق عضوان من أعضاء البورصة، فيما بينهما على القيام بمتاجرة معينة بسعر معطى مسبقًا بدلاً من إدخال الأوامر إلى حلقة التداول من خلال المزاد العلنى المفتوح [٢] .

وتتضمن هذه التعاملات أكثر من نوع من الصفقات مثل أوامر الشراء والبيع المتناظرة والمعاملات الموجهة والمبيعات الظاهرية ، وقد تكون بعض هذه العمليات مشروعة مثل بيع وشراء كميات محددة كبيرة الحجم بين شركة وأخرى مثل شركة قابضة وشركة تابعة أو بين مؤسسات مالية وهو ما يطلق عليه "Marriage" [٣].

---

(1) Sec. 9-A-1. Securities exchange act of 1934.

(2) Prearrange trade- trading that takes place between brokers in accordance with an agreement or understanding the competition of the auction market is avoided. Note: this is an illegal transaction. (Rosemary E .George. S.p138.

(٣) أ.د/ أحمد سعد عبداللطيف ، استراتيجيات وسياسات الاستثمار ، ٢٠٠٤ ، ص ٤٨٢ .

وتمنع اللوائح هذه المتاجرة لأنها غير تنافسية ويمكن أن تكون تعسفية "abusive" وعلى سبيل المثال إذ تلقى سمسار الصالة طلبًا لشراء عقد خيار على أسهم شركة xyz ، وسعر السوق السائد هو ٣,٥٠ دولار ، فى عملية المتاجرة المرتبة سلفًا يتفق سمسار الصالة مع سمسار صالة آخر على شراء الصفقة بسعر ٣,٦٠ دولار (أى العقد ٣٦٠ دولار) ، فإن هذه الممارسة تخدع العميل المشترى بمقدار ١٠٠ دولار للعقد ، على أن يتقاسم الطرفان فى مقدار الـ ١٠٠ دولار هذه ، لذلك تتطلب قواعد البورصة تنفيذ الأمر على سعر ٣,٥٠ دولار ، وذلك يهدف إلى منع المتاجرة المرتبة سلفًا بأن الأوامر تنفذ بأسعار السوق العادلة A fair market price .

### ٣ - استباق الأحداث : Trading ahead/Front running [1]:

فى هذه الصورة يعتمد السمسار على معلومات بشأن خيار معين فيسبق عميله بالتنفيذ بدلاً من التنفيذ لعميله أولاً ، ولكن لماذا هذه الممارسة ممنوعة ، من المعلوم أنه فى حالة وجود معلومات على أسهم معينة كتوزيع أرباح أو وجود عرض شراء ...إلخ ، من شأنها أن تؤثر على أسعار هذه الأوراق بالارتفاع وبالتبعية أسعار عقود الخيارات عليها ، وبفرض قيام العميل بإصدار أمر شراء عقد خيار شراء ( Call option) على الورقة المعنية فإذا قام السمسار بتنفيذ أمر الشراء لنفسه قبل أمر سبق أن أصدره أحد عملائه ، فإن السمسار يكون قد حقق لنفسه ميزة تنفيذ طلبه بسعر أكثر تفضيلاً على حساب مصلحة العميل ، حيث سيشترى له العقد بسعر أعلى فيما بعد ، فى ظل تحركات الأسعار صعوديًا على هذه الورقة .

وعلى العكس من الحالة السابقة قد يتسلم السمسار أمر بيع بحجم كبير ، يتوقع

(1) Front running- with respect to commodity future and options, taking a futures or option position based upon nonpublic information regarding an impending transaction by anther person the same or related future or option.(Investment Dictionary).

منه انخفاض الأسعار فيقوم السمسار بتنفيذ عمليات بيع لحسابه قبل تنفيذ أمر العميل وعندما تنخفض الأسعار يقوم بعمليات شراء العقد من السوق بالسعر المنخفض ، وتحقيق ربح رأسمالى من الفرق بين البيع والشراء .

**٤ - التداول بناء على معلومات غير متاحة للجمهور : Insider trading**

يُعرف التداول بناء على معلومات غير معلنة بأنه تعامل المطلعين على أسرار الشركة بيعاً أو شراءً للورقة المالية للشركة المصدرة ، خلال فترة زمنية عند حيازة معلومة حقيقية وغير معلنة للجمهور، ولها تأثير على أسعار هذه الورقة فى السوق .

وقد واجهت الدول المتقدمة هذه الظاهرة بالجزاء الجنائى حيث جرم المشرع الفرنسى فئات معينة فى حالة استغلالها معلومات مميزة غير متاحة ، وكذلك جرم اطلاع الغير على هذه المعلومات وذلك بموجب المادة (١٦١-١) من قانون الشركات ، وفى الولايات المتحدة الأمريكية اعتمد القضاء الأمريكى أسلوب الجزاءات المدنية مستنداً إلى المادة ١٠/ب من قانون البورصات سنة ١٩٣٤ ، إلى أن تم النص على توقيع جزاء جنائى فضلاً عن العقوبة المدنية ، كما منح المستثمرين الذين تاجروا بأوراق مالية فى نفس فترة إتجار المطلع رفع دعوى مدنية من خلال دعوى الضرر .

ويكون التداول بناء على معلومة جوهرية لها تأثير على أسعار عقود الخيارات أو العقود المستقبلية ، وذلك فى حالة قيام شخص له علاقة بشركة مصدرة ولها عقود خيار متداولة بإمداد أحد المتداولين بأن الشركة ستستحوذ على اسم شركة أخرى " Takeover " أو ستوزع أسهم مجانية أو أرباحاً dividend وذلك قبل نشر هذه المعلومة للجمهور [1]، فتقوم بشراء عقود خيار شراء على هذه الورقة ، وعند الإفصاح عن المعلومة سترتفع أسعار هذه الورقة وبالتبعية أسعار عقود خيارات

(1) M. Steinberg, "International Securities Law", 1999, pp. 105-114, 121-123.

الشراء عليها ، وبالتالى تحقيق أرباح من وراء هذه المعلومات، ولذلك تحرم التشريعات هذا التعامل للإخلال بقاعدة المساواة بين المتعاملين .

**٤ – التلاعب بالأسعار Price manipulation :**

كما فى الأسواق الأولية للخيارات ، أيضًا فى أسواق الخيارات ، تهدف الجهات الرقابية والبورصات ذاتية التنظيم إلى منع التلاعب بالأسعار، حيث أنها تشوه آلية العرض والطلب ، من خلال التحكم فى أسعار السوق من خلال قدرة هذا الشخص أو مجموعة الأشخاص على خلق سعر على عقود الخيارات بطريقة مصطنعة (١).

وتعد طريقة تأزم السوق أو محاصرة السوق "market corner or market squeeze" (٢) حيث يتخذ المتداول أو مجموعة المتداولين مركزًا ضخمًا طويلاً فى عقود الخيارات ، وتحاول السيطرة على المعروض من السلعة أو الورقة المالية محل عقود الخيارات هذه ، ومع اقتراب موعد استحقاق العقود لا يتم إغلاق مراكزهم ، وقد يتجاوز عدد عقود العمليات المتداولة حجم الورقة محل العقود ، ويدرك أصحاب المراكز القصيرة أنهم سيجدون صعوبة فى التسليم لذلك يهرعون إلى تصفية مراكزهم، وبالتالى حدوث ارتفاع فى أسعار العقود وأسعار الأسواق الفورية المتداولة فيها الأصول محل العقود.

والمتداول يتحكم فى أسعار العقود نتيجة سيطرته على البضاعة محل هذه العقود ، وبالتالى عدم قدرة المتعاملين على تسليم "Delivery" البضاعة فى التاريخ المحدد ، مما يترتب عليه ارتفاع الأسعار ، وقد ترتفع الأسعار بشكل غير طبيعى بسبب الظروف الطبيعية مثلما حدث أثناء حرب الخليج وترتب عليها ارتفاع الأسعار

---

(١) بول جونسون ، قانون التلاعب فى الولايات المتحدة الأمريكية ، يوليو ٢٠٠٢ ، ص ١ .

(2) corner a market – to purchase enough of the available supply of a commodity or stock in order to manipulate its price (Finance glossary.com).

بشكل غير طبيعى ، لذلك تقوم البورصات والجهات الرقابية بالعمل على زيادة متطلبات الهامش ، ووضع حد أقصى لعدد العقود لكل متداول ، وإجبار المشاركين على انهاء مراكزهم .

ونتناول فيما يلى أكبر عملية تلاعب فى القرن العشرين بسوق العقود ، والتى تنقلتها وسائل الإعلام وهى فضيحة عقود الفضة ، وأيضًا فضيحة عقود فول الصويا.

**أولاً – حالة تلاعب أخوات هنتس على عقود الفضة [1]:**

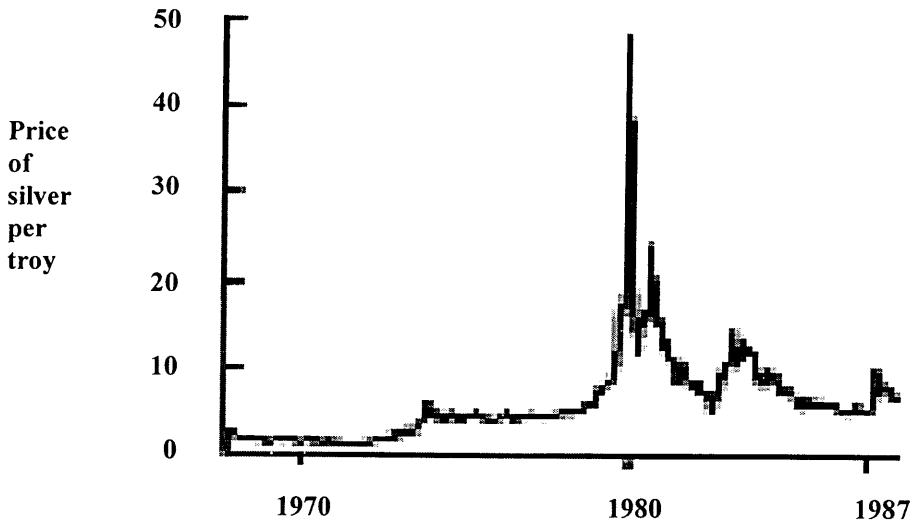
**The Hunt brothers silver manipulation**

كان تلاعب Hunt brothers على عقود الفضة بين عامى ٧٩ – ١٩٨٠ ، واعتبرت أكبر عملية تلاعب فى القرن العشرين ، فقد سيطرت أخوات Hunt ، والمشاركون معهم من أغنياء السويد على عقود الفضة ، حيث قاموا بشراء كمية ضخمة من الفضة من السوق الحاضرة تقدر بأكثر من ٥٠٠ مليون دولار وتخزينها وفى نفس الوقت شراء عدد كبير من العقود المستقبلية على الفضة ، وببلوغ تاريخ التسليم ، قاموا باستعجال التنفيذ من خلال سوق العقود لأنهم قيدوا الإمداد من خلال السوق الحاضر لقلة العروض فيها ، لذلك ارتفعت أسعار الفضة فجأة .

(1) Jeffrey C. Williams, manipulation on trial: economic Analysis and the hunt sliver case published Cambridge university press 1995 pp1-20).

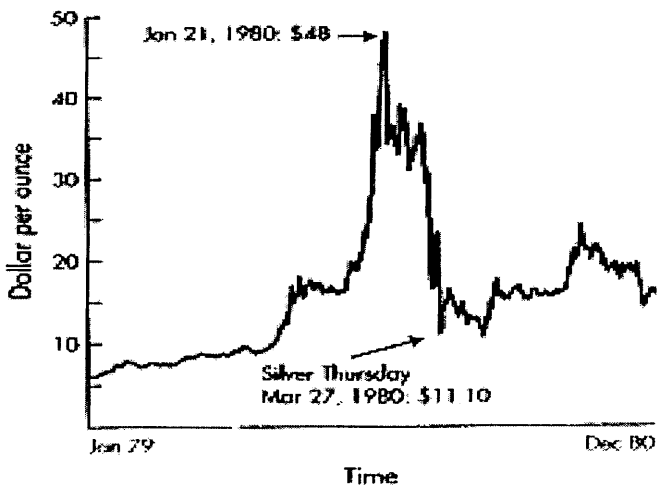
شكل رقم (٤٠)

Silver Price, 1968 through 1987




Resource: From Jeffrey c.Williams, Manipulation Trial: Hunt silver casein Economic, perspective p2

شكل رقم (٤١)



ويوضح الشكل رقم (٤٠) أسعار الفضة من الناحية التاريخية من عام ١٩٦٨م إلى ١٩٧٨م ،ويركز الشكل رقم (٤١) على الفترة من ١٩٧٩ – ١٩٨٠ ، ففى بداية عام ١٩٧٩م كان أونيس الفضة يقدر بحوالى ٦ دولار ، وارتفع السعر فى يناير ١٩٨٠م إلى حوالى ٥٠ دولار وفى شهر مارس ١٩٨٠م انخفض سعر الفضة بشدة بمتوسط سعر ١٢ دولار لكل أونيس ، وفى عام ١٩٩٧م تداولت الفضة بأسعار تتراوح ما بين ٦-٩ دولار لكل أونيس .

وبينما اقتربت أسعار الفضة من ٥٠ دولار لكل أونيس فى يناير ١٩٨٠م اتخذت البورصات وكذلك هيئة تداول العقود المستقبلية (CFTC) إجراء فعال كان من شأنه أن انخفضت أسعار الفضة إلى ١٢ دولار لكل أونيس من يوم واحد بوضع قاعدة التداول من أجل السيولة فقط - Restricted trading to the Liquidation only trading والتى تعنى أن المتداولين يسمح لهم بأن يتاجرون فقط لإغلاق مركزهم ، أى أن التداول لإقفال مراكز قائمة فقط ، وعدم السماح بإنشاء مراكز جديدة ، وبالتالى فلا يجوز للمتداول أن يمدَّ عقد انتهى أجله إلى تاريخ تسليم آخر ، أى على من سبق واشترى عقد Long position ويريد إقفال مركزه بأخذ مركز قصير Short position "بائع" ، أن يسلم الكمية محل عقد الشراء [١].

هذه القاعدة هى السبب فى انخفاض أسعار الفضة من ٥٠ دولار إلى ١٢ دولار لكل أونيس فى يوم واحد فقط، والتى ترتب عليها فى نهاية شهر مارس عن فقد أخوات Hunt بليون دولار من استثماراتهم فى الفضة ، وأيضًا قامت الهيئة (CFTC) بزيادة نسبة الهامش على عقود الفضة المستقبلية ، وفى ظل عدم قدرة عائلة Hunts بالوفاء بمتطلبات الهامش المرتفعة ، وفى محاولة لدعم سعر الفضة أعلن المضاربون فى ٢٦ مارس ١٩٨٠م إصدار سندات مدعومة بالفضة التى

(1) Liquidation-to close or offset a previously established long position.(The language of commodities: A commodity Glossary, p109.

يملكونها ، إلا أنها كانت محاولة يائسة وانهارت السوق فى اليوم التالى، وأصبح ٢٧ مارس ١٩٨٠م معروفاً بأنه خميس الفضة بسبب هذا الانهيار المشهور حيث افتتحت الجلسة بمبلغ 15.80 $ وأغلقت عند 10.80 $ لكل أونيس ، وفى اليوم التالى انهارت أسواق الأسهم تأثراً بذلك، وقيام عائلة Hunts بتسييل استثماراتهم لتغطية خسائرهم فى عقود الفضة ، وانتهى تسلط العائلة على أسواق الفضة .

ودخلت عائلة Hunts فى منازعات قانونية مع البنوك لسداد قروض قيمتها ١,١ بليون دولار ، وفى مارس وأبريل ١٩٨١م وجهت إلى العائلة مخالفة التلاعب فى أسعار الفضة لإحتقار السوق أو ضغط السوق "Rum for Comer of sliver".

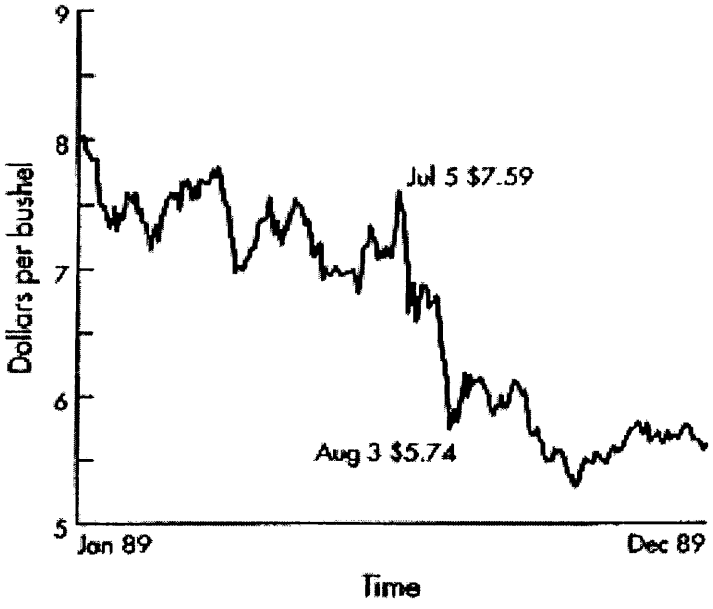
ومن بين القضايا القانونية لعائلة هنتس قضيتان هامتان ، الأولى من مطالبة هيئة تداول العقود المستقبيلة (CFTC) بملايين الدولارات ، ومنع تعامل أخوات هنتس طوال حياتهم " Lifetime Trading ban " ، والثانية مطالبة شركة مينبيكو Minpeco As باعتبارها أكبر مشترٍ لعقود الفضة فى الفترة من ١٩٧٩ – ١٩٨٠ من عائلة هنتس وشركة السمسرة المتعاملة مع العائلة بتعويض مدنى قدره ٤٥٠ مليون دولار منها ١٣٢ مليون دولار خسائر ضد عائلة هنتس ، وذلك من المحكمة الفيدرالية بنيويورك ، وذلك فى عام ١٩٨٧م ، وقامت شركات الوساطة فى الأوراق المالية المشاركة بالتلاعب بتسوية مع عائلة هنتس حصلت بموجبها على ٢٠٠ مليون دولار ، و٩٠ مليون دولار ديون لمصلحة الضرائب يتم سدادها لمدة ١٥ عام ، كما اكتشفت أن اخوة Hunt الثلاثة Lamar / Herbet / bunkee ، ضاربوا فى سوق الفضة ، وبعد الحكم دفع Lamar hunt ١٧ مليون دولار فى التسوية ، أما الأخوين الآخرين بحثا عن الحماية من السداد بإعلان إفلاسهما (Bankruptcy) ، ومن ثم فلم يتم سداد كامل مبلغ التعويض .

## ثانيًا – التلاعب فى عقود فول الصويا [1]:

## The Alleged Soybean manipulation

وقعت أزمة عقود فول الصويا فى عام ١٩٨٩م ، وترجع أسبابها إلى عام ١٩٨٨م ، حيث عانى الغرب الأوسط من جفاف حاد ، وبسببه قلت إنتاجية فول الصويا ، لذلك قل المعروض من فول الصويا عام ١٩٨٨ م ، ويوضح الشكل رقم (٤٢) أسعار عقود فول الصويا فى عام ١٩٨٩م .

شكل رقم (٤٢)




وفى خلال عام ١٩٨٩م قامت شركة فيروزى Ferruzzi الإيطالية بشراء كميات كبيرة من محصول فول الصويا من السوق الحاضر، وفى ذات الوقت أخذت مراكز طويلة على العقود المستقبلة لفول الصويا وبأحجام كبيرة Large long

(1) ROBERT W.KOLB, futures, options and swaps, p 42.

positions ، تسليم مايو ، واحتفظت بحوالى ١٦,٢ مليون بوشيل ، وفى خلال ١٨ مايو ألغى مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) وضع شركة Ferruzzi كمضارب وأن مركزها على تلك العقود هو وضع تحوط Hedging status ، ويقصد به أن تصفى العقود ببلوغ تاريخ التسليم ، وينخفض عدد العقود فى ذلك التاريخ إلى المستوى المسموح به لأغراض المضاربة وهو ٣ مليون بوشيل .

وبدلاً من أن تقوم شركة Ferruzzi بتوفيق أوضاعها وتأخذ مركز عكسى "مركز البائع" وتصفى المراكز Offset بما يتمشى مع الحد الأقصى المقرر ٣ مليون بوشيل قامت بتجديد مركزها للأمام Rolled its position forward ، أى باعت عقود مايو واشترت عدد كبير من عقود تسليم يوليو ، وفى بداية يونيه كانت تملك ٣٢ مليون بوشيل تسليم يوليو ، هذا فضلاً عن أنه فى أول يوم من يوليو سيطرت شركة فيروزى Ferruzzi على المعروض من فول الصويا إذ أصبح فى حوزتها ٧ مليون بوشيل ، فضلاً عن ٣٢ مليون فى عقود المستقبليات ، بينما باقى التجار يستحوذون على ١,٦ مليون فقط ، وبذلك تكون شركة Ferruzzi قد تحكمت وسيطرت على السوق .

وفى ١١ يوليو أعلن مجلس شيكاغو للتجارة وجود حالة طوارئ ، وللمرة الثانية خضعت شركة Ferruzzi بأن مركزها هو تغطية وليس مضاربة، ولابد من إغلاق مراكزها Offset بحيث لا تزيد ما تملكه عن ٣ مليون بوشيل ، وإلزام أصحاب مراكز المضاربة بتسييل مراكزهم بنسبة ٢٠% للعقود المستقبلية لكل من أيام التداول التالية أى أن الحد الأقصى للشركة المذكورة لا يزيد مراكزها الطويلة عن مليون بوشيل فقط ، ونتيجة لهذه الأحداث انخفض سعر البوشيل فى العقود المستقبلية إلى ٥,٧٤ دولار فى أغسطس ١٩٨٩ م[1].

(1) F. Baily "Emergency Action: July 1989 soybeans", "Chicago: Chicago board of trade, 1990 see also, k. schapand C. Flory, "Ferruzzi VS, CBOT: Who is right?" Future September, 1989.

وفى ١٥ سبتمبر عام ١٩٨٩ أعلنت شركة Ferruzzi أن تجار بذور الزيت Oil seed والحبوب التابعين لها فى باريس قد استقالوا نتيجة للاختلافات على استراتيجيات وسياسات التداول .

وأقامت دعوى ضد مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) ، ولذلك قامت (CBOT) بفرض غرامات على شركة Ferruzzi رداً على رفع الدعوى بسبب الخسائر التى بلغت ٢٣٠ مليون دولار ، وفى عام ١٩٩٢ بدأ النزاع يهدأ عندما دفعت شركة Ferruzzi ، ٢ مليون دولار وأسقطت دعواها ، واعتبرت (CBOT) المبالغ المدفوعة كغرامة على الشركة [١].

إن التلاعب هو انتهاك لعمل بورصات العقود ولن يؤثر على التجار فقط ولكن يضعف هذه الأسواق للأسباب الآتية :

أ- الأسواق تكون عادلة عندما تعبر عن القيمة الحقيقية للسلع المتداولة ، وعملية التلاعب تدفع المتداولين الآخرين للتعامل بالأسعار غير العادلة اقتصاديًا ، وبالتالى فإن أسعار السلع المتداولة لا تعبر عن القيمة الحقيقية لها .

ب- التلاعب يضعف السوق لأن المستثمرين الأمناء "honest traders" لن يتعاملوا فى الأسواق التى لا تعبر عن القيمة الحقيقية للسلع المتداولة فيها ، وبالتالى لن تستطيع هذه الأسواق القيام بوظائفها ، كاستكشاف الأسعار فى المستقبل لأن الأسعار المتداولة أسعار غير حقيقية ، أو القيام بتحويل المخاطرة لأن المشترين الأمناء يخافون المشاركة فى هذه الأسواق ، ولذلك تعد عملية احتكار وضغط السوق هى الخطر الذى يواجهه .

وبعد دراستنا للقواعد القانونية لعقود الخيارات فقد تم مقترح بنموذج لعقود الخيارات التالى :

---

(1) Ferruzzi's problems may be Italy's too, the Wall Street Journal, August 12, 1993.

# نموذج مقترح

## بتصميم عقد خيار أوراق مالية بالبورصة المصرية [1]

## Contract design (E.g. Stock Option)

| | | |
|---|---|---|
| ١ | رمز الورقة المالية محل العقد<br>option Ticker Code | CIB EJ08 |
| ٢ | نوع العقد<br>Type of Contract | Long Call (CL)<br>عقد خيار شراء (E) شهر تنفيذ أكتوبر (حرف J ) لسنة ٢٠٠٨ ( وفقاً لكود حروف وأشهر التنفيذ بالمرفق رقم " " ) |
| ٣ | حجم العقد<br>Contract Size | ١٠٠ سهم<br>100 Share |
| ٤ | سعر التنفيذ<br>Strike Price | ٥٠ جنيه مصرى<br>50 L.E |
| ٥ | تاريخ التنفيذ<br>Expiration date | يوم السبت التالى لثالث جمعه من شهر التنفيذ<br>On the Saturday following the third Friday of the Expiration month |
| ٦ | سعر الخيار<br>Option Price | يتحدد طبقاً لنموذج بلاك – شولز<br>According to black scholes model |
| ٧ | تاريخ التسوية<br>Settlement at Expiration | ثانى يوم عمل التالى لانتهاء تاريخ الصلاحية (T+2) |
| ٨ | عملة الاصدار<br>Currency | جنيه مصرى L.E<br>الدولار الأمريكى $ |
| ٩ | وقت التداول<br>Trading Hours | ٢:٣٠ مساءً – ٣:٣٠ مساءً<br>2: 30 pm , 3: 30 pm |
| ١٠ | الهامش المبدئى<br>Initial margin | يحدد من قبل البورصة ويمكن الاسترشاد بالهامش المحدد ببورصة شيكاغو للخيارات والسالف الإشارة إليها . |
| ١١ | أسلوب الخيار<br>Option Style | الأسلوب الأمريكى والذى يمارس فى أي يوم عمل من تاريخ التعاقد حتى انتهاء الصلاحية<br>Exercised on any business day before the Expiration date |

---

(١) الرمز ( CL ) يدل على مشترى عقد خيار الشراء Long Call

والرمز ( SL ) يدل على بائع عقد خيار الشراء SHORT Call

والرمز ( PL ) يعنى مشترى عقد خيار البيع Long put

والرمز ( PS ) يعنى بائع عقد خيار البيع SHORT put

وبالنسبة لنموذج عقد الخيار على المؤشر index Option هى نفس البيانات لنموذج عقد خيار الأسهم ، ولكن سعر التنفيذ يتحدد طبقاً لإحدى قاعدتين الأولى قاعدة نقاط المؤشر والثانية بحجم العقد أو ما يطلق عليه المضاعف Multiplier وهو قيمة افتراضية ، فمثلا مضاعف مؤشر Stand Craned Poor's 100 هو ١٠٠ بمعنى لو كانت قيمة المؤشر ٨٠٠٠ نقطة فهذا يعنى أن سعر المؤشر ٨٠٠٠٠٠ $ ويتم التسوية على أساس الفرق بين سعر المؤشر فى تاريخ التعاقد وسعر المؤشر فى تاريخ التسوية .

# الفصل الخامس

# نظام خيارات العاملين لتملك أسهم الشركات

Employee Stock Options

**تمهيد :**

تَملُّك العاملين لأسهم الشركات التى يعملون بها يشكل ظاهرة يستدعى الوقوف على أبعادها، وأحكامها، وتقييمها من خلال التجارب العالمية، لاسيما تجربة الولايات المتحدة الأمريكية منُشأة نظم تملك العاملين .

وتملك العاملين لأسهم الشركات يتم من خلال نظم متعددة ، فهناك النظام المبنى على مستوى الأداء ، والنظام المبنى على قاعدة توسيع الملكية ، وتركز الدراسة على نظام خيارات العاملين وهو من النظم المبنية على مستوى الأداء ، لذلك نتناول الإطار القانونى لتملك العاملين لأسهم الشركات المصدرة من خلال نظام خيارات العاملين فى "مبحث أول" ، ونتبعه بالتنظيم الفنى لخيارات العاملين فى "مبحثٍ ثانٍ" ، ثم نعرض لحقوق الشراء الخيارية التى تصدرها الشركات فى " مبحث ثالث " ، ونختم الفصل بنتائج دراسة خيارات العاملين .

## المبحث الأول

## الإطار القانونى لخيارات العاملين

نتناول فى هذا المبحث التعريف بالنظام ومبرراته فى "مطلب أول" ، وشروط إبرام عقود الخيارات فى "مطلبٍ ثانٍ" ، وأخيرًا التفرقة بين الخيار العام وخيار العاملين وذلك على النحو التالى :

### المطلب الأول : المقصود بخيارات العاملين ومزاياها :

يقصد بخيارات العاملين ، تقديم أو منح الشركة لمستوى وظيفى معين من العاملين لديها ، الحق فى شراء عدد معين من أسهمها فى تاريخ مستقبلى ، بسعر يتحدد فى الفترة السابقة مباشرة على التعاقد [١].

وخيارات العاملين هى إحدى الوسائل أو السبل لتملك العاملين لأسهم الشركات التى يعملون بها ، والمعروف باسم Employee Stock Ownership Plan (ESOP) ، ونشأ هذا النظام على يد محامٍ اقتصادى فى سان فرانسيسكو يدعى لويس كيلو ، وكان فكره يتلخص فى مشاركة عدد كبير من العاملين فى تملك أسهم الشركات وإلا سوف تنشأ مشاكل اقتصادية واجتماعية لا يمكن علاجها[٢].

وقد وصل عدد الخطط فى هذا النظام فى نهاية عام ١٩٩٠ إلى إحدى عشرة ألف خطة تخدم ما يقرب من ثمانية ملايين عامل ، ويمثل نسبة ٧% من إجمالى حجم العمل غير الحكومى بالولايات المتحدة الأمريكية[٣] .

---

(1) Investor Dictionary.

(2) Douglas, Richard Freeman, Joseph Blasi, Robert Bachele, Adria Scharf, Loren Rodgers, Charis Mackin, "Motivating Employee Owners in ESOP Firms: Human Resource Policies and Company Performance, National of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, Dec. 2003.

(3) Scott S. Roderick the National Center Far Employee ship (NCEO), "An Introduction to Employee Stock Ownership", Third Edition, 1999. Htt//www.ncco.org/littavg_stat.html.

وتمثل خيارات شراء الأسهم الصادرة للعاملين من الشركات فى الولايات المتحدة الأمريكية ٩% من إجمالى الأسهم ، وهذه النسبة تساوى ٨٠٠ مليون دولار تقريبًا ، ويوجد ١٠٠٠٠ ألف خطة لنظام خيارات العاملين فى الشركات وتشمل تسعة ملايين مشارك فى هذا النظام [١].

وعقود خيارات شراء العاملين تعطى العامل الحق فى شراء عدد معين من أسهم الشركة المصدرة بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ أو سعر المنح (Award) ويتحدد على أساس الفترة السابقة مباشرة على التعاقد ، ويكون محدد بتاريخ صلاحية لاستعماله ، ومن ثم فإن هذا العقد هو عقد خيار شراء فقط Call Option وغير متداول بالسوق .

**المزايا من استخدام نظام خيارات العاملين :**

**١ - تعظيم الربحية :**

الهدف الرئيسى من هذا النظام هو عمل تطابق بين دوافع العاملين ومالكى الأسهم ، ذلك لأن العاملين سيما مستوى الإدارة العليا التنفيذية ، عندما يتملكون لأسهم الشركات التى يعملون بها سيكون لديهم الحافز على بذل الجهد وتحسين الأداء وزيادة الإنتاج ، كما أنهم سيكونون أكثر حرصًا على خفض التكاليف وترشيد الإنفاق، كل ذلك سيؤدى إلى ارتفاع أرباح الشركة ، وزيادة قيمة خيارات الشراء .

---

(١) وقد أدى هذا النظام إلى وجود ما يعرف بالعامل المليونير ، ففى شركة ميكروسوفت يوجد ٢٠٠٠ موظف يمتلك أكثر من مليون دولار من خلال نظام خيارات الموظفين انظر :

Corey Rosen, "An Overview of ESOPs, Stock Options and Employee Ownership", 1998 by nceo, p. 2-12.

**٢ – ضمان استمرار العاملين بالشركة طوال مدة العقد :**

إن نظام خيارات العاملين تكون له مدة صلاحية، وقد تصل هذه المدة إلى عشر سنوات ويتم ممارسة العقد على عدد السنوات ، وبذلك فإن هذا النظام يحفز العاملين على خدمة الشركة عدداً معيناً من السنوات ، وضمان استمراريتهم فى الشركة خلال فترة العقد .

**٣ – توسيع قاعدة الملكية :**

يؤدى هذا النظام إلى توسيع قاعدة الملكية، حيث يُمكِّن العاملين من تملك أسهم الشركات ، وفى بداية تطبيق النظام فى الولايات المتحدة الأمريكية كان يقتصر على مستوى الإدارة العليا التنفيذية ، وكان يطبق فى قطاع شركات التكنولوجيا ، بينما فى الوقت الحالى اتسع نطاق تطبيقه ليشمل العاملين من غير الإدارة العليا التنفيذية ، وأيضًا يطبق على جميع الشركات(١).

وتوسيع قاعدة الملكية ليمتلك العاملون جزءًا من أسهم الشركات التى يعملون بها ، يشعرهم بالمسئولية ، وتحقيق المزيد من تقدم الشركة .

**٤ – تحسين مستوى الدخل :**

هذا النظام له أهداف اجتماعية أيضًا من خلال زيادة دخل العاملين، حيث تمثل حوافز مؤجلة تناسب احتياجاتهم من ناحية السيولة ، تنعكس على مستوى المعيشة للعاملين المشاركين فى النظام .

٥ – خلق روح تنافسية بين العاملين : تدفع إلى الإبداع والابتكار ، وفى ذات الوقت مكافأة المبدعين دون تحميل الشركة بأعباء تؤثر على الربح .

٦ – وأخيرًا فإن الشركة تستفيد من هذا النظام حيث يمكن معالجة هذه الحوافز أو المنح خارج قائمة الدخل Off Income Statement .

---

(1) Investment Dictionary, Employee Stock Option.

## المطلب الثانى : شروط إصدار خيارات العاملين

خيارات العاملين عبارة عن مكافأة "Award" لهم ، إلا أن ثمة متطلبات لابد من توافرها فى هذا النظام وتتمثل فيما يلى :

### ١ - موافقة الجمعية العامة للشركة :

يشترط موافقة الجمعية العامة للشركة على تطبيق نظام خيارات العاملين ، على أساس أن خيارات شراء أسهم الشركة هى ميزة أو منحة تقدمها الشركة للعاملين ، الأمر الذى يستلزم موافقة الجمعية العامة للشركة ، سيما الأسهم محل عقد الخيار ، تكون إما من خلال إصدار أسهم جديدة عن طريق زيادة رأس مال الشركة أو من خلال أسهم الخزينة وهى أسهمها التى تشتريها الشركة من السوق [١]، وبالتالى فإن هذا الخيار له تأثير مباشر على حقوق مساهمى الشركة، والذى يتعين موافقتهم على هذا النظام من خلال الجمعية العامة للشركة .

وقد أجاز المشرع المصرى الأخذ بنظام خيارات العاملين باعتباره من أنظمة الإثابة والتحفيز واشترط موافقة الجمعية العامة غير العادية لإقرار هذا النظام[٢].

ونرى أنه فى حالة تطبيق النظام من خلال تمليك العاملين للأسهم التى سبق للشركة شراؤها من أسهمها - أسهم الخزينة - يكتفى بموافقة الجمعية العامة العادية وبالنسبة لتطبيق النظام من خلال إصدار أسهم زيادة يكون بموافقة الجمعية العامة غير العادية حيث فى الحالة الأولى تقضى المادة ٤٨ من القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بأنه يجوز للشركة شراء أسهمها بغرض توزيعها على العاملين بدون مقابل ، وبالتالى فمن باب أولى الاكتفاء بموافقة الجمعية العامة العادية على تطبيق نظام خيارات العاملين .

---

(١) المادة ٤٨ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(٢) قرار وزير الاستثمار رقم ٢٨٨ لسنة ٢٠٠٥ بتعديل المواد ١٥١ ، ١٥٢ ، ١٥٣ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

**٢ – استيفاء العاملين لشروط عقد الخيار :**

تصدر الخيارات لفئة معينة من العاملين، وغالبًا مستوى الإدارة العليا التنفيذية وبمراعاة مجموعة من العوامل وهى الدرجة الوظيفية والكفاءة والأقدمية ، وذلك باعتبار أن هذا النظام هو ميزة تمنح للعاملين لذلك ينبغى توافر شروط فى العاملين المستحقين للاشتراك فى هذا النظام .

ويشترط نظام خيارات العاملين فى إحدى الشركات المساهمة الكويتية أن يكون الموظف شاغلاً للدرجة (١٢) أو ما يعلوها ، وألا تقل خدمته عن أربع سنوات ، بينما فى الولايات المتحدة الأمريكية يتعين فى نظام خيارات العاملين ألا يميز بين موظف وآخر(١).

ولم ينص المشرع المصرى على استيفاء شروط معينة أو مدة معينة ولكنه ترك تحديد ذلك للنظام الأساسى للشركة ، وحسناً ما فعل المشرع حيث يتم تعديل هذه الشروط من خلال الجمعية العامة غير العادية إذا تغيرت الظروف ، وبحيث تحدد كل شركة الشروط التى تراها ملائمة لها ، ويمكن أن تتبنى معيار الأقدمية أو الكفاءة الاقتصادية أو الجمع بينهما.

**٣ – تحديد مقدار الأسهم محل الخيار :**

بعض التشريعات تشترط بألا تزيد نسبة الأسهم محل الخيار عن عدد معين من أسهم الشركة وعادة لا تزيد عن نسبة ٥% وذلك بالنسبة للشركات المطروحة للاكتتاب العام ، بينما لا يشترط ذلك فى الشركات المغلقة ، وفى الكويت درجة شركات المساهمة على تحديد نسبة ١٠% زيادة فى رأس المال على مدى عشر سنوات تمنح على شكل خيارات الموظفين (٢).

---

(١) أ.د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٦ .

(2) Kenneth J. Bilkin & William J. Grant, "Securities Undertaking", 3rd, ed., practicing law institute, New York, 1985, p. 148.

د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٧ .

والمشرع المصرى لم يحدد نسبة معينة من رأس مال الشركة التى تكون محلاً لعقود خيارات العاملين ، وبالتالى فإن النظام الأساسى للشركة يتولى تحديد النسبة التى تكون محلاً لعقود خيارات العاملين بالشركة .

٤ – تحديد أسعار الأسهم محل الخيارات :

ينبغى أن يتم تحديد أسعار الأسهم محل الخيارات بأسعار عادلة ، أى تساوى أو تقل عن أسعار الأسهم المتداولة فى السوق حتى تكون الخيارات مربحة In-the-money ، وحتى يقبل عليها العاملون المستوفون للشروط ، أما إذا تم تحديد أسعار للأسهم محل الخيار بسعر أعلى من السعر السوقى للأسهم محل الخيار ، فإن هذه الخيارات تكون غير مربحة Out-of-the money ، الأمر الذى يؤدى إلى عدم نجاح هذه الخيارات حيث يمكن للعاملين شراء الأسهم من السوق فى هذه الحالة .

وفى فرنسا ، إذا كانت الأسهم مقيدة فى البورصة ، فإن ثمن الشراء لا يمكن أن يقل عن ٨٠% من متوسط الأسعار المسجلة فى البورصة خلال العشرين جلسة السابقة على يوم منح الخيار (١).

وفى جميع الأحوال سواء أكانت الشركة مقيدة أم غير مقيدة فإن ثمن الشراء لا يمكن أن يقل عن ٨٠% من متوسط الأسعار التى دفعتها الشركة عند شرائها لهذه الأسهم (٢).

وتثور المشكلة بالنسبة للأوراق المالية غير المقيدة بجداول البورصة فعلى أى أساس يتم تحديد أسعار تنفيذ الخيارات ؟

ونرى فى هذه الحالة أنَّ أسعار الخيارات تتحدد من خلال الاسترشاد بالقيمة الاسمية للسهم وقد يضاف إليها علاوة إصدار .

---

(١) انظر المادة ٢٠٨ – ٣ فقرة ١٢ التى أحالت إلى الفقرة الرابعة من المادة ٢٠٨–١ شركات فرنسى .

(٢) الفقرة الأخيرة من المادة ٢٠٨–٣ شركات فرنسى .

**٥ – استخدام الخيار خلال مدة الصلاحية :**

يتعين على العامل الراغب فى الحصول على حق الخيار أن يقوم بشراء الخيار خلال المدة ، ويسقط حق العامل فيه ، إذا لم يقم بشرائه خلال مدته .

ويؤدى توزيع الكوبونات Dividends لانخفاض قيمة السهم بقيمة تقارب من قيمة الكوبون مما يدعو العاملين للتنفيذ قبل وقت التوزيع حتى لا تنخفض قيمة الأسهم بما يؤدى إلى Loss of time value ، ونرى تحديد الفترات المتاح للعاملين فيها ممارسة الخيارات قبل إجراء التوزيعات بفترة لا تقل عن شهر لتفادى أثر التوزيعات .

**٦ – عدم بيع الأسهم خلال فترة محدودة Lock- up period**

يجب مراعاة ما يسمى بفترة الحظر Lock up period [١]، وهى الفترة التى لا يجوز فيها بيع الأسهم من تاريخ الممارسة ، والهدف من هذه المدة تتمثل فى عدم قيام العاملين بالمضاربة فى الخيارات الممنوحة لهم ، وأيضًا تفادى تزاحم العاملين فى بيع الأسهم محل الخيارات وفى وقت واحد ، والتأثير على أسعار الأسهم فى السوق ، وفى فرنسا لا يجوز أن تزيد مدة الحظر عن ثلاث سنوات من تاريخ الممارسة [٢].

وقد تلجأ بعض الشركات إلى تنظيم عملية بيع الأسهم محل الخيارات من خلال توزيعها على عدد من السنوات، أو قد تلجأ إلى قيامها بمحاسبة العاملين على فروق الأسعار دون الحصول على أسهم وذلك للمحافظة على قيمة أسهم الشركة فى السوق .

---

(1) Lock up period A period when shareholders are not allowed to trading a share. It applies particularly to employees of a company who Granted shares on concessionary times and are the required to hold them for a minimum period. ( Reuter, Financial Glossary).

- د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٧.

(٢) المادة ٢٠٨-١ فقرة ٢ التى أحالت إليها المادة ٢٠٨-٣ فقرة ٢ .

## المطلب الثالث : المقارنة بين الخيار العام وخيار العاملين :

هناك فوارق بين الخيار العام Option وخيار العاملين Employee Stock Option ، وتتمثل هذه الفوارق فيما يلى :

١ - يقتصر خيار العاملين على خيارات الشراء Call Option فقط ، حيث إنَّ خيار العاملين يأتى فى إطار حافز أو منحة تقدمها الشركة للعاملين بها من خلال خطة لتمليك العاملين أسهم الشركة ، فى حين أنَّ الخيار العام له صورتان وهما خيار الشراء Call Option ، وخيار البيع Put Option ، وكذلك يمكن تشكيل استراتيجيات من النوعين معًا كما سبق وذكرنا .

٢ - يهدف الخيار العام إلى حماية المستثمرين من التقلبات الواسعة فى أسواق الأصول المستثمر فيها، والتحوط ضد المخاطر المتوقعة من تغيير أسعارها فى المستقبل كهدف رئيسى ، وللمضاربة على تحركات الأسعار فى حين تهدف خيارات شراء العاملين لأسهم الشركات التى يعملون فيها تهدف إلى ضمان استمرار العاملين المتميزين فترة طويلة بالشركة كهدف أساسى وتوسيع الملكية كهدف ثانوى .

٣ - يتم قيد وتداول الخيارات فى البورصات ، بينما خيارات العاملين غير قابلة للتداول فى البورصات ، ويقتصر حق العامل على شراء الأسهم محل الخيار فى تاريخ الاستحقاق أو عدم الممارسة .

٤ - تحل الخلافات الناشئة بين مشترى الخيار ومحرر فى الخيار العام من قبل لجنة التحكيم التابعة للبورصة ، بينما النزاعات بين الشركة والعامل المستفيد يختص بها القضاء العادى [١].

---

(١) المادة السابعة من نموذج عقد وعد ببيع أسهم وفقًا لنظام تحفيز وإثابة العاملين المصرى تقضى بأنه فى حالة وجود نزاع أو خلاف بين الطرفين (الشركة - العامل) يجوز الاتفاق على حسمه وفقًا لأحكام القانون رقم ٢٧ لسنة ١٩٩٤ بإصدار قانون فى شأن التحكيم فى المواد المدنية والتجارية أو من خلال مركز القاهرة الإقليمى للتحكيم التجارى الدولى .

٥ – فى الخيار العام يشترط عدم تجزئة الخيار حيث لا يجوز أن يمارس مالك الخيار على جزء من الأصل محل العقد ، فإما أن يمارس كله أو يتركه بدون ممارسة ، فى حين أن خيارات العاملين يجوز أن يستعمل الخيار فى شراء جزء من الأسهم محل الخيار .

٦ – لا يوجد فى خيارات العاملين علاوة أو سعر الخيار Premium ، حيث تعد خيارات العاملين بمثابة مكافأة أو منحة من الشركة للعاملين ، فى حين يشترط فى الخيار العام قيام المشترى بدفع علاوة أو مكافأة للبائع مقابل الحصول على حق شراء أو بيع الأسهم فى تاريخ مستقبلى بسعر التعاقد .

## المبحث الثانى
## التنظيم الفنى لخيارات العاملين

نبين فى هذا المبحث طرق تسعير خيارات العاملين فى "المطلب الأول" ، وأساليب التمويل فى "المطلب الثانى" ، واستغلال المعلومات الداخلية فى "المطلب الثالث" ، وأخيرًا موقف المشرع المصرى من النظام .

### المطلب الأول : تسعير عقود خيارات العاملين

توجد طريقتان أساسيتان لتقييم هذه الخيارات ونوجزها ، وذلك على النحو التالى :

**١ - القيمة الفعلية أو الحقيقية : Intrinsic Value**

ويتم تقييم خيارات العملية وفقًا لهذه الطريقة من خلال طرح سعر السوق فى تاريخ الممارسة Spot market من سعر المنح – التعاقد – Award Price .

وعلى سبيل المثال إذا كان سعر المنح – التعاقد – ٥٠ دولاراً للسهم ، وبلغ سعر السهم السوقى من تاريخ الممارسة ٦٠ دولارًا للسهم ، فإن قيمة الخيار تعادل ١٠ دولارًا ، وهى التى يستحقها العامل ، أما إذا كان سعر السهم السوقى أقل من ٥٠ دولارًا فإن هذه القيمة تساوى (صفراً) ولا يتم التنفيذ .

**٢ - القيمة العادلة Fair Value :**

وهذه القيمة يتم تحديدها على أساس المعايير المتعارف عليها دوليًا تأسيسًا على نماذج تسعير عقود الخيار Option Pricing Models ، وهى ذات النماذج التى تستخدم فى تقييم الخيارات السابق ذكرها وتتحدد القيمة العادلة بناء على العوامل الآتية :

| | | |
|---|---|---|
| • سعر التنفيذ | • السعر الحالى للسهم | • تقلبات سعر السهم المتوقعة |
| • مدة الخيار | • التوزيعات | • الوقت حتى تاريخ الاستحقاق |

**٣ – المقارنة بأسعار عقود الخيارات :**

وفقًا لهذه الطريقة يتم مقارنة أسعار عقود الخيارات المتداولة بالبورصة على نفس الأسهم ، وهذه طريقة سهلة وبسيطة حيث إن أسعار عقود الخيارات المتداولة على نفس الورقة المالية الصادر عنها عقود خيار العاملين تكون متساوية .

ولا تناسب هذه الطريقة السوق المصرى حيث لا يوجد عقود خيارات متداولة بالبورصة المصرية حاليًا ، ونرى أن أنسب الأساليب للتقييم فى السوق المصرى هو الأسلوب الأول نظرًا لبساطته وتحقيقه للهدف من هذه العقود من حيث ترقب العاملين لارتفاع سعر السهم بناء على أداء الشركة .

## المطلب الثانى : طرق التمويل

يعتبر تمويل عقود خيارات العاملين من المسائل الهامة فى نجاحها ، ويعد من الصعوبات التى تواجه العاملين للاشتراك فى النظام الاختيارى لتملك أسهم الشركات التى يعملون بها ، وتوجد أساليب مختلفة لتمويل النظام فى الدول المتقدمة والمتمثلة فى :

**١ – نظام الترست :** (١)

فى إنجلترا يقوم تمويل شراء أسهم العاملين على فكرة أصلية فى القانون الإنجليزى ، وهى فكرة الترست ، كوسيلة لاستثمار الادخار المشترك فى الأوراق المالية ، ويشترط لذلك موافقة العاملين على إسناد الأسهم إلى أحد ترستات الاستثمار Investment trusts لمدة عامين على الأقل وهى فترة حظر تداول الأسهم .

---

(١) د. احمد محمد محرز ، تمويل أسهم العمال فى الشركات المساهمة والقطاع العام ، دراسة مقارنة واقتراح تمويلها ذاتيًا فى ضوء نصوص القانون المصرى ، منشأة المعارف الإسكندرية ، ٢٠٠٣ ، ص ٢٢ .

وقد منح المشرع الإنجليزى إعفاءات ضريبية هامة للشركات التى تقدم أنظمة إثابة للعاملين ، وكذلك إعفاءات خدمية للعاملين حملة الأسهم على الدخل بقدر قيمة الأسهم وزيادة قيمتها ، وحظر تداولها خمس سنوات إلا فى حالات استثنائية، وانتقلت هذه الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية ، كباقى أفكار القانون الإنجليزى، وطبقت فى مجال الاستثمار الجماعى لأسهم العمال ، وترك المشرع الأمريكى الحرية للشركات فى تخصيص ما تراه من رأس المال للعاملين .

**٢ - التمويل النقدى :**

وتتمثل هذه الطريقة فى منح العاملين المشتركين فى خطة التملك Stock Option Plan المعدة سلفًا من قبل الشركة المصدرة ، ومؤداها ، حصول العاملين على الفرق بين قيمة الأسهم محل عقد الخيار فى بورصة الأوراق المالية وبين قيمة شرائها من الشركة مباشرة - سعر المنح - ، وتكون الأرباح معفاة من الضرائب .

**٣ - التمويل من خلال أسهم الخزينة :**

حيث تقوم الشركة المصدرة بتمويل خطة تملك العاملين من خلال أسهم الخزينة Treasury Stocks ، وقد أقر المشرع المصرى قيام الشركة بشراء أسهمها بمقتضى المادة ٤٨ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ ، وأجاز المشرع الفرنسى أن تشترى أسهمها بغية أن تقرر للعاملين بها شراء أسهمها .

**٤ - التمويل من خلال زيادة رأس المال :**

وقد تلجأ الشركات إلى زيادة رأس المال مع تخصيص نسبة من هذه الزيادة فى إطار خطة تملك العاملين للأسهم ، ويلتزم العامل بسداد قيمة أسهم الزيادة خلال مدة محددة من تاريخ فتح باب الزيادة .

ويترتب على التمويل من خلال زيادة رأس المال زيادة عدد أسهم الشركة ، وتنعكس آثار هذه الزيادة على المساهمين وأهمها انخفاض ربحية الأسهم إلا أنه ظهر ما يسمى ببرنامج إعادة الشراء Buy back program لتلافى هذه المشكلة ، حيث يقوم البرنامج على شراء الشركة أسهمها مرة أخرى بعد تنفيذ خيارات العاملين وذلك لتخفيض عدد الأسهم فى السوق مرة أخرى ، وهو ما يؤدى إما إلى زيادة قيمة الأسهم القائمة حاليًا بسبب نقص العروض أو لتخفيض المخاطر على المساهمين .

## المطلب الثالث : استغلال المعلومات غير المعلنة

يلتزم العاملون بالشركات بعدم استغلال المعلومات غير المعلنة ، والتعامل على أسهم الشركة بناء على هذه المعلومات ، ويطلق عليهم المطلعين من الداخليين Primary Insider ، ولذلك نتناول تجربة الدول المتقدمة .

### أولاً : تجربة فرنسا :

ظهرت هذه المشكلة فى فرنسا ، حيث قام كبير المديرين التنفيذيين بشركة إيدز EADS الفرنسية الألمانية المتخصصة بالطيران والدفاع ، ببيع أسهمه محل الخيار فى شهر مارس ، قبل أن تعلن الشركة عن تأخير باهظ التكلفة فى إنتاج الطائرة Airbus A80 ، ومع الإعلان عن ذلك هبط السهم بنسبة ٢٦% بين عشية وضحاها .

كثيرًا ما تسبب خيارات العاملين انتقادات ، ذلك أن السماح للمديرين بشراء أسهم الشركة بأسعار ثابتة مقدمًا كان المقصود منه معادلة المنافع التى يحصلون عليها مع ما يحصل عليه حملة الأسهم من خلال منحهم حصة فى الشركة ، ولكن خيارات الأسهم أدت فى حالة بعض المديرين لتضخيم وإخفاء خسائر الشركات التى

يعملون بها ، فيعملوا بذلك على إثراء أنفسهم اصطناعيًا بينما عَرّضوا شركائهم وحملة الأسهم الآخرين إلى الخطر[١] .

ولذلك صدر فى فرنسا عام ٢٠٠٥ قانون يخضع خيارات العاملين إلى التصويت عليها من قبل المساهمين ، كما تسببت فضيحة شركة إيدز ، بقيام رئيس وزراء فرنسا باقتراح بمنع مسئولى الشركات من ممارسة خيارات أسهمهم قبل تركهم الشركة ، وقد رأى البعض عدم إثابة العاملين من خلال نظام الخيارات من الأساس [٢].

**ثانياً : الولايات المتحدة الأمريكية :**

فى الولايات المتحدة الأمريكية تم وضع بعض الشروط لإخراج خيارات العاملين من نطاق حظر استغلال المعلومات غير المعلنة وتتمثل فى أن الخيارات غير قابلة للحوالة ، وأن تكون محددة القيمة بالنسبة لعدد الأسهم والمبلغ المدفوع ، وأن يكون نظام الخيار غير سرى أى معلناً ، ومعتمداً من الجمعية العامة للشركة[٣].

ولمنع استغلال المعلومات غير المعلنة من قبل العاملين فإن حاملى الخيارات يحظر عليهم بيع الأسهم لمدة ستة شهور من تاريخ الشراء ، وقدر المشرع الستة شهور بأنها المدة المعقولة لمنع التصرف فى الأسهم .

---

(١) بيد أنه فى الولايات المتحدة الأمريكية للموظف الحق فى بيع بعض الأسهم التى يحصل عليها من نظام الخيارات فى نفس وقت الحصول عليها ، بحيث يتزامن عملية استعمال الخيار وعملية بيع الأسهم التى حصل عليها ، ويطلق عليها استعمال الخيار دون نقود .

د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، الإطار القانونى لخيارات شراء القيم المنقولة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٩ .

(٢) Rafail Hadas, Options, project-syndicate, 2006. http//www.project_syndicate.org.

(٣) Michall D. Stark, "Section 16 (b) and shortly swinging stock option", Vol. 51(2) UMC Law Review, 1983, p. 341-342.

لمزيد من المعلومات حول استغلال المعلومات غير المعلنة انظر د. أحمد عبد الرحمن الملحم ، دراسة مقارنة ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، مجلس النشر العلمى ، جامعة الكويت ، ١٩٩٨ .

إن هذه القضية ليست خاصة بفرنسا ، فحتى فى الولايات المتحدة الأمريكية أثبتت دراسة حديثة أن أكثر من ٢٥% من الشركات التى شملتها الدراسة تلاعبت بالتواريخ الخاصة بخيارات الأسهم ، بهدف زيادة أرباح المستفيدين ، ولذلك قامت هيئة سوق المال ووزارة العدل فى الولايات المتحدة الأمريكية بمكافحة ممارسات التأريخ بتاريخ سابق.

وقلت هذه الانحرافات بعد صدور قانون ساربانس – أوكسلى "سوكس" Sox حيث ينص البند رقم ٤٠٣ ، بضرورة التبليغ عن مكافآت الخيارات خلال يومين ، وأدى ذلك إلى التقليل من الممارسات واسعة الانتشار ، المتمثلة فى كتابة الخيارات بتاريخ سابق بغرض الاستفادة من انخفاض أسعار الشركة أو الارتفاع المتوقع للأسعار [١].

إن كتابة الخيارات بمواعيد سابقة يضع الضوابط الداخلية موضع تساؤل ، حيث إن هذا السلوك يمثل تزويرًا فى السجلات التى تستخدم للوصول إلى الأصول الخاصة بالشركة ، ويشير إلى نقص فى النزاهة والاستقامة فى الضوابط الداخلية للشركة وأن الاستقالة أو الاستغناء عن خدمات المسئولين يضر بالشركة فى أعقاب ذلك .

وقد نص نظام الخيارات الصادر عن إحدى الشركات المساهمة الكويتية، أنه لا يجوز للموظف الذى حصل على الأسهم أن يتصرف فى نصف الأسهم إلا بعد مرور ثلاث سنوات ، ولا يجوز التصرف فى النصف الباقى طوال فترة عمله بالشركة[٢] .

ولعلاج هذه المشكلة فإن الحلول تبدأ من مجلس الإدارة ولجنة الإثابة لوضع معايير موضوعية لقياس الأداء ، ووضع إجراءات تكون مفهومة جيدًا للمديرين

(1) Harve.bt," stock option USA", www.paper.php. htm.
(2) Section 16, Securities Exchange Act of 1934.

والأشخاص الذين يتولون مراقبة الأداء الفعلى ، ومراقبة التبليغ عن الخيارات، ومقارنتها مع التواريخ التى من المفترض أن يتم فيها صرف المكافأة ، وتعيين مسئول داخلى للمراقبة للتأكد من أن القرارات الخاصة بالخيارات تم التعامل معها على النحو اللائق ، وتدوين خيارات العاملين بسجل مخصص يثبت به تواريخ الخيارات ، وتعيين استشاريين مستقلين عن الإدارة لتحديد مبلغ المكافأة أو المنح لكل منصب من المناصب الإدارية الكبيرة ، والإفصاح عن عقود الخيار فى قوائم الشركة والآثار الضريبية والمحاسبية بالقوائم المالية للشركات المصدرة .

## المطلب الرابع : موقف المشرع المصرى من خيارات العاملين

قامت بعض الشركات فى مصر بإدخال نظام تملك العاملين للأسهم على غرار ما هو موجود بالولايات المتحدة الأمريكية والمعروف باسم (Employee Stock Option) وكانت شركة أوراسكوم تليكوم أول من طبق هذا النظام ، ثم تدخل المشرع بموجب القانون رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٥ بإضافة المادة رقم ٤٨ مكرر إلى القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ ، بالسماح للشركات المساهمة بتطبيق نظامًا أو أكثر من أنظمة إثابة وتحفيز العاملين سواء بطريق مباشر أو غير مباشر ، ثم صدر قرار وزير الاستثمار رقم ٢٨٢ لسنة ٢٠٠٥ يجوز قيام الشركات بتمليك العاملين أسهمها من خلال الوعد ببيع الأسهم للعاملين فى تاريخ مستقبلى ، وأناط بالهيئة بوضع نموذج لوعد البيع { المرفق رقم (٥) من الملحق }[١].

واشترط المشرع لتطبيق النظام موافقة الجمعية العامة غير العادية ، وأجاز للشركة منح العاملين حق شراء أسهمها فى تاريخ مستقبلى من خلال إصدار أسهم زيادة رأس المال أو من أسهم الشركة (أسهم الخزينة) .

---

(١) المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، موسوعة التشريعات والقرارت المنظمة لسوق المال ، المجلد الثالث ، يونيو ٢٠٠٧ ، ص ١٦ .

ونعرض بإيجاز باكورة تجربة خيارات العاملين فى مصر ، وهى تجربة شركة أوراسكوم تليكوم ، وذلك حتى تكتمل الفائدة ، وتتمثل الخطة فيما يلى :

**- المستفيدون :**

فريق الإدارة لأوراسكوم تليكوم القابضة بشرط قضاء عام كامل ومستمر بالشركة وفريق الإدارة هم المديرون التنفيذيون ونواب رئيس العموم والمدراء وكبيرو المديرين ، وقد قامت الخطة على الأسس الآتية :

١ - السعر الابتدائى لأول تخصيص : ٢٠% أقل من سعر السوق فى خلال فترة ٣٠ يومًا قبل تاريخ المنح .

٢ - السعر الابتدائى الثانى تخصيص وثالث تخصيص : متوسط سعر السوق فى خلال ٣٠ يومًا قبل تاريخ المنح .

٣ - فترة ممارسة الحق : عند انتهاء فترة الاستحقاق .

٤ - تاريخ المنح : تاريخ موافقة مجلس الإدارة .

٥ - كلمة الخيار تعنى حق المستفيد فى البيع .

٦ - مسموح بالممارسة النقدية والمتمثلة فى الفرق بين السعر الابتدائى وسعر الأسهم عند الممارسة .

٧ - فترة الحظر ، أول تخصيص ١٨ شهرًا ، وثانى تخصيص ٣٠ شهرًا ، وثالث تخصيص ٤٠ شهرًا ، وذلك من تاريخ المنح حتى تاريخ ممارسة الخيار .

٨ - تم تأسيس شركة خارج الحدود لإدارة الخطة على غرار نظام Trustee سميت باسم OTESOP .

٩ - مدة الصلاحية : ٢٤ شهرًا قابلة للاستحقاق وبعد فترة الحظر .

١٠ -لشركة OTESOP الحق فى تأجيل التعامل على الحق طبقًا لظروف السوق مع حصول المستفيدين على سعر الممارسة فى الوقت المحدد أصلاً من قبل المستفيدين .

**أسس التخصيص :**

تخصيص عدد ٨٢٥٠٠٠ سهمًا تمثل نسبة ٠,٧٥% من أسهم الشركة، ويحتفظ بنسبة ٠,٢٦% من عدد ٨٢٥٠٠٠ سهمًا لحساب التعيين والترقيات المستقبلية وتخصص النسبة الباقية للمستفيدين خلال فترة الممارسة .

ويوضح الجدول التالى تخصيص الأسهم للعاملين :

| الوظيفة | عدد الأسهم |
|---|---|
| المديرون التنفيذيون | ٣٦٠٠٠ |
| نواب الرئيس | ١٨٠٠٠ |
| مديرو العموم | ١٢٠٠٠ |
| المدراء وكبيرو المديرين | ٦٠٠٠ |

**إجمالى الأسهم المتاحة :** ٨٢٥٠٠٠

**إجمالى الأسهم المخصصة :** ٦١٢٠٠٠ تمثل نسبة ٠,٧٤% من الأسهم المتاحة .

**إجمالى الأسهم المحتفظ بها** لحساب التعيينات والترقيات المستقبلية ٢١٣٠٠٠ تمثل نسبة ٠,٢٦% من الأسهم المتاحة .

ويبين لنا أن الخطة اعتمدت على :

١ – حددت المستفيدين من الخطة فى فريق الإدارة فقط دون باقى العاملين .

٢ – التخصيص لا يشمل كامل أسهم الخطة ولكن تم الاحتفاظ بجزء من هذه الأسهم لحساب التعيينات الجديدة والترقيات .

٣ – تحديد مدة زمنية للإعلان عن الرغبة فى التملك ، ومدة لممارسة البيع ومدة حظر .

٤ – سمحت بالممارسة النقدية، والتى تعنى أن المستفيد لا يتم تخصيص أسهم له فى حسابه ولا يتم أية عمليات إلا محاسبته على فارق السعر فقط على أساس الفرق بين السعر الابتدائى والسعر وقت الممارسة .

٥ – أن المميزات التى تم منحها للعاملين تتمثل فى البيع بسعر منخفض عن سعر السوق بنسبة ٢٠% عن السعر السائد خلال ٣٠ يومًا السابقة على تاريخ المنح .

وقد تلاحظ على نظام خيارات العاملين المطبق فى مصر ، أنه لم يحدد فترة حظر وهى الفترة التى تلى فترة المنح بل ترك ذلك لكل شركة حسب ظروفها ، وأيضًا لم يحظر تداول حقوق الخيار حيث إن هذه العقود غير قابلة للتداول ، وأجاز نموذج الوعد للشركة أن تتحلل من وعدها فى حالات الوفاة أو الاستقالة والفصل ، ويترتب على ذلك الإضرار بالعاملين فى حالة التحلل من الوعد فى هذه الظروف ، وكان ينبغى أن يتضمن النموذج فى حالة انتهاء عقد العمل لأحد العاملين المشاركين فى النظام مراعاة تغير فترة التنفيذ بالنسبة له بحيث يتم تقديمها ، ويمكن أن ينص فى النموذج بأن الخيار ينتهى بعد ٣ شهور من انتهاء عقد العمل والإشارة إلى الحالات التى ينتهى فيها عقد العمل قبل فترة التنفيذ .

وأيضًا لم يتضمن النموذج قيام الشركة بالتسوية المالية لعقود الخيارات أى عدم نقل ملكية الأسهم إلى العاملين ومحاسبتهم على الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق وقت الممارسة ، سيما وقد سمح المشرع المصرى بالعمليات المضافة إلى أجل ولو قصد المتعاقدون منها أن تؤول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار بشرط عقدها فى سوق الأوراق المالية وعلى أوراق مالية مقيدة بها ، وكذلك لم يُشترط النموذج التبليغ عن خيارات العاملين بعد إبرامها مباشرة ، وذلك لتجنب كتابتها بتواريخ سابقة ، وتحديد الحد الأدنى لفترة اختيار الشراء ، وأيضًا لم يتم تحديد طرق تقييم السهم ( سعر التعاقد ) ، وأخيرًا لم يتم تحديد المعاملة الضريبية والمحاسبية بهذه الخيارات .

## المبحث الثالث

## حقوق الشراء الخيارية التى تصدرها الشركات Warrants/ Rights

### المطلب الأول : تعريف حقوق الشراء الخيارية :

حقوق الشراء الخيارية هى التى تعطى لحاملها الحق فى شراء عدد من أسهم الشركات المصدرة مستقبلاً بسعر يعلن مسبقًا ، وهى تنقسم إلى نوعين الأول حقوق التصرف أو التعهد Warrants ، والثانى حقوق الأولوية "Rights" [١].

وكما يبدو من التعريف أن هذه الحقوق تشبه خيارات الشراء Call Option حيث لا يحق لحاملها الحصول على الأرباح أو أى حقوق على أصول الشركة .

وتلجأ إليها الشركات المصدرة بغرض تجميل "Sweeten" إصداراتها سواء السندات أو الأسهم والتى تكون لصيقة بالإصدار لكى يقبل عليها المستثمرون ، وحصيلة بيعها تمثل مصدر تمويلى للشركة المصدرة [٢].

وحقوق التصرف أو التعهد Warrants تمثل خيارات شراء طويلة الأجل Long-term Options من ٥ سنوات فأكثر ، بينما حقوق الأولوية تمثل خيارات شراء قصيرة الأجل تتراوح ما بين أسبوعين إلى عشرة أسابيع وتطرح على مساهمى الشركة القدامى أولاً ، وفى حالة عدم التغطية يجوز طرحها لأى مستثمر غير مساهم بالشركة .

---

(1) William F. Sharps, "Investments", Prentice-Hall International Editions, Third Edition, pp. 481-482.

(2) David M. Weiss, After the trade is Made: Processing Securities Transactions", New York Institute of Finance, pp. 182-183.

**المطلب الثانى : التمييز بين خيارات الشراء وحقوق الشراء الخيارية التى تصدرها الشركات :**

١ - أجل هذه الحقوق قد يمتد إلى فترة زمنية من خمس سنوات فأكثر بل قد تكون أبدية Perpetual Warrants ، وفى حقوق الأولوية تكون فى حدود شهرين ، فى حين أن أجل الخيارات يصل إلى سنتين .

٢ - خيارات الشراء تعقد بين بائع ومشترٍ ، وقد لا تكون الورقة المالية مملوكة للبائع Uncovered, Naked ، بينما حقوق الشراء الخيارية تكون بين الشركة المصدرة وحامل هذه الحقوق .

٣ - ويشير فرنش[١] إلى فروق أخرى من بينها أن شراء حقوق الشراء الخيارية يعنى حصول الشركة على موارد مالية إضافية تتمثل فى قيمة بيع الأسهم أو السندات التى تعطيها الحق ، أما خيارات الشراء فلا علاقة لها بالموارد المالية للشركة المصدرة .

٤ - خيارات الشراء تكون على عقود نموذجية وحجم التعامل يمثل ١٠٠ سهم ، بينما يمكن حقوق الشراء الخياريه للشركة المصدرة تمنح أى عدد من الأسهم ، وقد تمنح جزء من السهم ، وفى هذه الحالة لابد للمستثمر أن يمتلك عدد من الحقوق الخياريه حتى يمكنه شراء سهم واحد .

٥ - حقوق الشراء الخياريه تكون من خلال إصدار أوراق مالية جديدة ، بينما الخيارات ترد على أوراق مالية قائمة أي إصدارات قائمة [٢].

---

(1) French, D., Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management. OH: Merrill pub, 1989, pp. 342-433.

(٢) ويضيف فرنش بأنه عادة ما يصاحب Warrants ، إصدارات جديدة من السندات أو الأسهم الممتازة أو العادية فى حالة الشركات التى تطرح أسهمها طرحًا عامًا Initial Public Offering (IPO) ، ويميز بين نوعين من هذه الحقوق ، وهى التى يمكن تداولها بذاتها Detachable Warrants ، والتى لا تتداول إلا مع السندات أو الأسهم المصاحبة Non detachable Warrants وإن كان النوع الأول هو الأكثر انتشاراً (French, p. 33.).

٦ – مالك الخيار يدفع مكافأة Premium ، فى حين أن مالك حقوق الشراء لا يدفع مكافأة على تملك هذه الحقوق .

٧ – قد تكون حقوق الشراء الخيارية قابلة للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة بالنسبة Warrants، فى حين أن خيارات الشراء نهائية ونافذة فى حق المصدر "البائع" Issuer .

## المطلب الثالث : مميزات حقوق الشراء الخيارية الصادرة عن الشركات المصدرة :

تتميز حقوق الشراء الخيارية بالمزايا الآتية :

١ – ارتفاع معدلات العائد على الاستثمار فى هذه الصكوك :

يهتم المستثمرون بهذه الحقوق ، نظرًا لزيادة احتمالات تحقيق قيمة أكبر لها من خلال أثر الرافعة المالية ، ولتوضيح ذلك نفترض أن سعر السهم فى السوق (S) ١٠٠ دولار ، وأنه يمكن شراء نفس السهم من خلال الحقوق التى تصدرها الشركة بسعر ٨٠ جم ، وأنه حدث زيادة فى سعر السهم السوقى ٢٠ دولار ، هنا يمكن أن تخلص النتائج الآتية :

| بيـــــان | الأسهم العادية | حقوق الشراء |
|---|---|---|
| سعر السهم قبل الزيادة | ١٠٠ دولار | ٢٠ دولار (١٠٠–٨٠) |
| الزيادة فى سعر السهم | ٢٠ | – |
| قيمة السهم بعد الزيادة | ١٢٠ | ٤٠ |
| مقدار الزيادة | ٢٠ | ٢٠ |
| معدل الزيادة | %٢٠ | %١٠٠ |

وبالتالى فإن ارتفاع السهم فى السوق بنسبة ٢٠% أدى إلى ارتفاع أكبر فى قيمة حقوق الشراء الخيارية بنسبة ١٠٠% .

ويرى البعض أن ارتفاع العائد على الاستثمار فى هذه الحقوق ليست قاصرة على المستثمرين بل تمتد أيضًا إلى المضاربين Speculators ، إذ يمكن للمضارب أن يشترى شهادة الحق مستغلاً Detachable Warrant السعر الذى يباع به فى السوق ، ثم ينتظر حتى ترتفع القيمة السوقية للسهم ، وهو ما يؤدى بالتبعية إلى ارتفاع قيمة الحق ، محققًا بذلك عائد مرتفع (١).

٢ - الانخفاض النسبى لمخاطر التعامل فى هذا النوع من الحقوق ، طالما أن حجم الاستثمار فيها أقل من حجم الاستثمار فى الأسهم العادية ، وبالتالى حجم الخسائر - لو تحققت - سيكون أقل بالقياس إلى حالة الاستثمار المباشر فى الأسهم العادية (٢).

٣ - تُعادل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، فى حالة إصدار سندات مصحوبة بحقوق شراء أسهم الشركة ، وبالتالى يتمتع حامل السند ببعض المزايا من حيث حقه فى تحويل هذه السندات إلى أسهم فى حالة ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة .

---

(١) -William F. Sharps, "Investments", p. 482.

- Fischer, D., & Jourdan, R., Security Analysis & Portfolio Management (4th, ed.) N. Y. Prentice, 1987, p. 451.

(٢) د. محمود صبح ، الابتكارات المالية ، بدون دار نشر ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٨ ، ص ١٠٦ .

## المطلب الرابع : تقييم حقوق الشراء الخيارية للشركة المصدرة [1]:

اقترح Schneller, Gala نموذجًا بسيطًا لتقييم هذه الحقوق خلال فترة السداد المحدد (t) .

إذا كان :

$V_o$ = قيمة السهم قبل تطبيق الحقوق.

$N_w$ = عدد الحصص المتولدة عن تطبيق الحقوق.

P = السعر الجارى.

n = العدد الجارى للحصص القائمة.

Cat = قيمة السهم عند التسديد

(كخيار شراء منظم بشكل مطابق للحقوق)

$$W_t = Max\left[\frac{V_o + n_w P}{n + n_w}\right] - p$$

$$W_t = \left[\frac{1}{1 + \frac{n_w}{n}}\right] cat$$

وهذا ما يعنى بأن فى وقت التسديد تكون قيمة الحقوق مساوية لقيمة خيار الشراء المخصومة بالمعدل المساوى لـ $\frac{1}{1+\frac{n_w}{n}}$

(1) F.K Reilly & K.C. Brown: Investment Analysis and Portfolio Management, ryden, New York, 200, pp. 80-84, 939, 940.

مشار إليه د. هوشيار معروف ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٧٩-١٨١ .

ولتحديد القيمة الطبيعية أو الذاتية (Intrinsic Value) للحقوق يمكن اعتماد الصيغة المبسطة الآتية :

$$W_t = (V_m - op)\, n$$

حيث إن :

$V_m$ = القيمة السوقية للسهم العادى.

Op = سعر خيار الشراء.

n = عدد الحصص.

ولتوضيح العلاقة السابقة نعرض الجدول الافتراضى الآتى :

| الشركة | سعر السهم فى السوق | سعر السهم مع وجود خيار شراء | سعر السهم حق خيار الشراء | القيمة الذاتية | علاوة المضاربة |
|---|---|---|---|---|---|
| A | 5.00 | 4.00 | 1.5 | 1.0 | 0.5 |
| B | 8.00 | 6.00 | 2.8 | 2.0 | 0.8 |

يتضح من الجدول أن الحقوق المذكورة تعتمد على حركات السوق للأسهم العادية ، وتخضع للمضاربة بدرجة عالية ، فإذا تقلب سعر السهم فإن قيمة الحقوق تتقلب بمعدل أكبر .

ويتم حساب القيمة النظرية لحقوق الأولوية Rights طبقًا للمعادلة الآتية : (١)

$$\text{حقوق الأولوية} = \frac{\text{السعر السوقى} - \text{السعر الحق}}{\text{عدد الحقوق}}$$

(2) Theoretical Value = $\dfrac{\text{Market price - subscripti on}}{\text{Number of rights for subscripti on}}$

David, M. Weiss, Op., Cit., p. 184.

## المطلب الخامس : المشرع المصرى وحقوق الشراء الخيارية للشركات المصدرة :

أجاز المشرع المصرى بالمادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، أن يتضمن نظام الشركة النص على مدى حقوق الأولوية للمساهمين القدامى فى الاكتتاب فى أسهم زيادة رأس المال بأسهم نقدية ، وأجاز تداول هذا الحق سواء منفصلاً أو بالتبعية مع الأسهم الأصلية ، وحددت المادة ٣١ مدة ممارسة هذا الحق بألا تقل عن ثلاثين يومًا تبدأ من تاريخ فتح باب الاكتتاب فى تلك الأسهم .

وبذلك فقد استحدث المشرع المصرى حقوق الأولوية فى الاكتتاب باسم الشركة Stock Right, Subscription وتتميز هذه الحقوق بالخصائص الآتية :

١ - إن هذه الحقوق جوازية حيث يحق للجمعية العامة غير العادية التنازل عنها .

٢ - توجه للمساهمين فى الشركة فقط وتوزع بنسبة مساهمتهم فيها أى هذا الحق يتكون من طرفين هما المساهم والشركة .

٣ - إن هذا الحق مقيد باسم زيادة رأس المال أى الاصدار الجديد فقط .

٤ - مدة ممارسة الحق لا تقل عن ثلاثين يومًا .

٥ - هذه الحقوق يمكن تداولها بذاتها Detachable Rights أو مع الأسهم المصاحبة لها Non detachable ، وذلك خلال فترة الاكتتاب فى الزيادة أي خلال مدة لا تقل عن ثلاثين يوماً على الأقل من تاريخ فتح الاكتتاب فى تلك الأسهم [١].

٦ - تعطى حقًا للمساهم وليس التزامًا فى الاكتتاب فى الأسهم الجديدة خلال المواعيد المحددة ، وفى حال فوات هذه المواعيد من دون استعمال خيار الاكتتاب ، يسقط حقه فى الخيار .

---

(١) المادتين ٣٠ ، ٣١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٧ – تقتصر هذه الحقوق على الاصدار الجديد من الأسهم فقط دون باقى الأوراق المالية .

ومن خصاص هذه الحقوق فإنها فى واقع الأمر حقوق شراء خيارية صادرة عن الشركة حيث يوجد تماثل بين خصائصهما ، وقد أقر المشرع تداول هذه الحقوق خلال آجلها – الاكتتاب فى الزيادة – بذاتها أو بالتبعية مع الأسهم الأصلية ، وتتداول هذه الأسهم المصاحبة لهذه الحقوق بالبورصة المصرية ، فيما لا يتم تداول هذه الحقوق بذاتها حيث لم يتم وضع قواعد لتداول منفصلة عن الأسهم المصاحبة لها ، وتداول هذه الحقوق بذاتها يفيد المساهمين الذين لا يرغبون فى الاكتتاب فى الإصدار الجديد أو الذين لا يملكون الأموال للاكتتاب فى هذه الإصدارات ، وبالتالى الاستفادة من بيع هذه الحقوق محققين أرباحاً من وراء ذلك ، بدلاً من ترك ممارسة هذه الحقوق وضياع فرصة كسب ، وتداولها منفصلة يقدم ميزة أخرى لحامل السهم الأصلى إذ يبيع جزءًا من هذه الحقوق للاكتتاب فى الجزء الباقى سيما ، وأن قيمة الأسهم المصاحبة تقل بعد انتهاء الحق فى الاكتتاب بمقدار أقل أو يساوى قيمة هذه الحقوق .

ويمكن تداول هذه الحقوق بالبورصة المصرية بوضع آليات للتداول لتداول هذه الحقوق حيث يحقق مميزات للمستثمرين حاملى الأوراق المالية المصاحبة لهذه الحقوق ، وينشط البورصة من خلال إدخال أداة جديدة بالسوق ، ومن ناحية أخرى تكون بداية لإدخـــال عقود الخيارات وتوعية المستثمرين والعاملين بالسوق بهذه الأدوات المشتقة .

## نتائج دراسة خيارات العاملين :

لقد استحدث المشرع المصرى نظام خيارات شراء العاملين لأسهم الشركات التى يعملون بها فى إطار تحفيزهم وإثابتهم لخلق تطابق بين دوافع العاملين (خاصة مستوى الإدارة العليا التنفيذية) والمساهمين ، لزيادة الحافز على تحسين الأداء ، وتم وضع نموذج لعقود الوعد بالبيع من قبل الهيئة العامة لسوق المال ، ونضع مجموعة من التوصيات بشأن خيارات العاملين والمتمثلة فيما يلى: .

١ – تحديد حد أدنى وأقصى لفترة الحظر بعد المنح ولتكن المدة من سنة إلى ثلاث سنوات ، للتغلب على اهتمام العاملين بفترة بيع الأسهم ، وتقلل من تزاحم العاملين لبيع الأسهم عقب التنفيذ مباشرة .

٢ – تحديد الفترات المتاح فيها للعاملين التنفيذ ، وطريقة أسباب اختيارها ، بحيث تكون قبل توزيع الأرباح Dividends لتجنب انخفاض قيمة الأسهم بمقدار التوزيعات مما يؤدى إلى Loss of time value .

٣ – تحديد فترة الاختيار بحيث لا تقل عن ثلاثين يومًا ، لإبداء العامل فيها رغبة فى المشاركة فى النظام .

٤ – تحديد كيفية حساب سعر التنفيذ ، ويمكن الاسترشاد بتجربة فرنسا وهى ألا يقل عن ٨٠% من متوسط إقفال خلال الثلاثين جلسة تداول السابقة على يوم المنح ، وأيضًا الاسترشاد بمؤشرات أخرى مثل الأداء التاريخى للسهم ، القيمة الدفترية ...ألخ .

٥ – تحديد نسبة معينة من رأس المال يجوز للشركة منحها فى إطار خيارات العاملين لا تزيد عن ١٠% من رأس المال بما لا يجاوز ١% لكل عامل مشارك بالنظام ، وذلك بالنسبة للشركات المقيدة بالبورصة .

٦ – النص على عدم جواز حوالة أو تداول هذه العقود .

٧ – التبكير بفترة التنفيذ فى حالة انتهاء عقد العمل لأحد العاملين المشاركين فى النظام مع الإفصاح عن الحالات التى ينتهى فيها عقد العمل قبل فترة التنفيذ .

٨ – مراعاة تطبيق النظام على جميع العاملين ، وعدم قصرها على مستوى الإدارة العليا ، مع مراعاة معايير الكفاءة والأقدمية ، والمستوى الوظيفى بالنسبة لتخصيص عدد معين من الأسهم عليهم .

٩ – جواز أن تتم المحاسبة على أداء فروق الأسعار دون تسليم وتسلم أى الأخذ بالتسوية المالية للمحافظة على أسعار أسهم الشركة فى السوق الأسعار المرتبطة بالأسهم المقيدة بالبورصة .

١٠ –إلزام الشركات المطبقة للنظام بتبليغ الهيئة والبورصة – فى حالة الشركات المقيدة – خلال يومين من إقرارها ، وذلك لمنع تعديل تواريخ الخيارات بكتابتها بتواريخ سابقة للاستفادة من ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم فى السوق .

١١ –إلزام الشركات كذلك بوضع ضوابط داخلية لمراقبة ومتابعة التبليغ عن الخيارات ومقارنتها مع التواريخ التى من المفترض أن يتم فيها تنفيذ الخيارات ، وإمساك سجل رسمى لقيد الخيارات من حيث تاريخ المنح وفترة الحظر وتاريخ التبليغ وتاريخ التنفيذ.

١٢ –تعيين استشاريين مستقلين عن الإدارة لتحديد مبلغ المكافأة – الحصة – لكل منصب وذلك لعدم استغلال أموال الشركة لصالح فريق الإدارة ، وذلك بالنسبة للشركات المقيدة بجداول البورصة .

١٣ –تحديد الجهة المختصة بإدارة النظام هل لجنة أم شركة مستقلة أم أحد صناديق الاستثمار ؟

١٤ –الإفصاح الكامل عن عقود الخيارات فى قوائم الشركة ، وتحديد المعاملة الضريبية والمحاسبية لهذه الخيارات .

١٥ –رقابة هيئة سوق المال على أسعار أسهم هذه الشركات فى الفترات التى تسبق التنفيذ مباشرة ، واتخاذ الإجراءات اللازمة للكشف عن استغلال معلومات داخلية فى التعامل على أسهم الشركة .

## خلاصة ونتائج الباب

بعد استعراض أساسيات التعامل فى الخيارات فى الأسواق المتقدمة سيما الولايات المتحدة الأمريكية ، ومزاياها ومخاطرها واستراتيجياتها والجوانب القانونية لعقود الخيارات ، وبعض الآراء المؤيدة والمعارضة لها، وتحليل الانتقادات الموجهة إليها ، ويقترح البحث بعض الضوابط والإجراءات التى من شأنها أن تحد من المشكلات التى حدثت فى تلك الأسواق ، والتى يمكن أن تكون قاعدة لإصدار التشريع – القرار الوزارى – المنظم للتعامل بالخيارات فى البورصة المصرية ، ونوجز ذلك على النحو التالي :

**أولاً : خيارات العاملين** Employee Stock Options :

لقد استحدث المشرع المصرى نظام خيارات شراء العاملين لأسهم الشركات التى يعملون بها فى إطار تحفيزهم وإثابتهم لخلق تطابق بين دوافع العاملين (خاصة مستوى الإدارة العليا التنفيذية) والمساهمين ، وتبين من البحث وجود مجموعة من التوصيات، نضعها تحت نظر الهيئة العامة لسوق المال للأخذ بها فى نموذج عقود الوعد بالبيع للعاملين بالشركات المصدرة والمتمثلة فيما يلى :

١. تحديد حد أدنى وأقصى لفترة الحظر بعد المنح ولتكن المدة من سنة إلى ثلاث سنوات ، للتغلب على اهتمام العاملين بفترة بيع الأسهم ، وتقلل من تزاحم العاملين لبيع الأسهم عقب التنفيذ مباشرة .

٢. تحديد الفترات المتاح فيها للعاملين التنفيذ ، وطريقة وأسباب اختيارها ، بحيث تكون قبل توزيع الأرباح Dividends لتجنب انخفاض قيمة الأسهم بمقدار التوزيعات مما يؤدى إلى Loss of time value .

٣. تحديد فترة الاختيار بحيث لا تقل عن ثلاثين يومًا ، لإبداء العامل فيها رغبة فى المشاركة فى النظام .

٤. تحديد كيفية حساب سعر التنفيذ ، ويمكن الاسترشاد بتجربة فرنسا وهى ألا

يقل عن ٨٠% من متوسط إقفال خلال الثلاثين جلسة تداول السابقة على يوم المنح ، وأيضًا الاسترشاد بمؤشرات أخرى مثل الأداء التاريخى للسهم ، القيمة الدفترية ...ألخ .

٥. تحديد نسبة معينة من رأس المال يجوز للشركة منحها فى إطار خيارات العاملين لا تزيد عن ١٠% من رأس المال بما لا يجاوز ١% لكل عامل مشارك بالنظام ، وذلك بالنسبة للشركات المقيدة بالبورصة .

٦. النص على عدم جواز حوالة أو تداول هذه العقود .

٧. التبكير بفترة التنفيذ فى حالة انتهاء عقد العمل لأحد العاملين المشاركين فى النظام مع الإفصاح عن الحالات التى ينتهى فيها عقد العمل قبل فترة التنفيذ .

٨. مراعاة تطبيق النظام على جميع العاملين ، وعدم قصرها على مستوى الإدارة العليا ، مع مراعاة معايير الكفاءة والأقدمية ، والمستوى الوظيفى بالنسبة لتخصيص عدد معين من الأسهم عليهم .

٩. جواز أن تتم المحاسبة على أداء فروق الأسعار دون تسليم وتسلم أى الأخذ بالتسوية المالية للمحافظة على أسعار أسهم الشركة فى السوق ، سيما وقد أجاز المشرع فى قانون التجارة العمليات التى تؤول إلى فروق أسعار المرتبطة بالأسهم المقيدة بالبورصة .

١٠. إلزام الشركات المطبقة للنظام بتبليغ الهيئة والبورصة – فى حالة الشركات المقيدة – خلال يومين من إقرارها ، وذلك لمنع تعديل تواريخ الخيارات بكتابتها بتواريخ سابقة للاستفادة من ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم فى السوق .

١١. إلزام الشركات كذلك بوضع ضوابط داخلية لمراقبة ومتابعة التبليغ عن الخيارات ومقارنتها مع التواريخ التى من المفترض أن يتم فيها تنفيذ الخيارات ، وإمساك سجل رسمى لقيد الخيارات من حيث تاريخ المنح وفترة الحظر وتاريخ التبليغ وتاريخ التنفيذ.

١٢. تعيين استشاريين مستقلين عن الإدارة لتحديد مبلغ المكافأة – الحصة – لكل منصب وذلك لعدم استغلال أموال الشركة لصالح فريق الإدارة ، وذلك بالنسبة للشركات المقيدة بجداول البورصة .

١٣. تحديد الجهة المختصة بإدارة النظام هل لجنة أم شركة مستقلة أم أحد صناديق الاستثمار ؟

١٤. الإفصاح الكامل عن عقود الخيارات فى قوائم الشركة ، وتحديد المعاملة الضريبية والمحاسبية لهذه الخيارات ، ويمكن خصم توزيعات أرباح الأسهم التى تخصص للعاملين من الإيرادات من وعاء الضريبة لتشجيع الشركات للقيام بعمل برامج إثابة وتحفيز للعاملين.

١٥. رقابة هيئة سوق المال على أسعار أسهم هذه الشركات فى الفترات التى تسبق التنفيذ مباشرة ، واتخاذ الإجراءات اللازمة لكشف عن استغلال معلومات داخلية فى التعامل على أسهم الشركة .

**ثانياً : عقود الخيارات " Option Contracts "**

نضع تصور للقرار المنظم لتداول هذه العقود فى السوق المصرية ، والذى ينبغى أن يتضمن الأسس الآتية :

**١- الجهة الرقابية لسوق عقود الخيارات:**

وتتمثل في الهيئة العامة لسوق المال والتي تختص بمنح تراخيص مزاولة نشاط التعامل في عقود الخيارات، واعتماد قواعد ونظم التداول وشكل الأوامر وقيد وشطب عقود الخيارات المقترحة من البورصة، والتدخل في الظروف الطارئة باتخاذ الإجراءات التي تكفل سلامة السوق والمتعاملين فيه، والإشراف والتوجيه لبورصة عقود الخيارات.

**٢- بورصة الأوراق المالية:**

وتختص بوضع قواعد قيد وشطب – تسجيل – إصدارات العقود ، وقواعد الهامش ، ونظم قواعد التداول وتحديد أوقات التداول وأيام الاجازات، ووضع قواعد

لمنع التلاعب في السوق وتحديد المراكز التي يأخذها مستثمر واحد خلال فترة زمنية معينة، وحظر تعامل العاملين بالبورصة بأسواق عقود الخيارات، ووضع قواعد لعضوية البورصة – للشركات التى يجوز لها التعامل فى هذه الأسواق – وحفظ بيانات التداول والإفصاح عنها .

وقيام البورصة بمعايرة عقود الخيارات " Standardizing " من خلال تنميط حجم العقد ، وأسعار التنفيذ ، ومدة الصلاحية ، وذلك لزيادة السيولة وتسهيل عملية تسوية هذه العقود من خلال شركة المقاصة ، حيث تصبح العقود مثلية ، تحل محل بعضها ، وكذلك الإفصاح بالنماذج عن المخاطر التى يتعرض لها المتعاملون فى هذه الخيارات مع ضرورة اعتماد النماذج ، بحيث تتحمل شركة الوساطة مسئوليتها عن العقود غير المعتمدة من قبل العميل ، ويحق له فى هذه الحالة طلب إبطال العقد وكذلك تبين النماذج حقوق والتزامات الأطراف .

**٣- شركة لتقاص عقود الخيارات:**

تكون شبيهة بمؤسسة تقاص الخيارات ببورصة شيكاغو ( OCC ) لبث الثقة للمتعاملين حيث يكون المشترى لكل بائع والبائع لكل مشترى، وتضع قواعد عضويتها- عضو تسوية – وتحدد المتطلبات المالية لأعضائها، والمبالغ الهامشية التى تودع فى حساب لدى الشركة ، ووضع نظام أمن للبيانات لديها وقواعد الحفظ المركزي، وتعيين أمناء علي أموال العملاء للشركات التي تم إلغاء أو تعليق عضويتها ، وتسجيل عقود الخيارات لديها ، وتنظيم عملية الرغبة فى ممارسة الخيار فيما يعرف بتقديم إشعار تكليف " assigned notice " ، وتسوية هذه العقود من خلال التسليم المادى أو التسوية المالية أو التصفيـــة .

**٤- الشركات العاملة في عقود الخيارات:**

التزام هذه الشركات بالحصول علي تراخيص مزاولة نشاط التعامل في عقود الخيارات، وتوافر الملاءة المالية لها، هذا فضلاً عن وجود رقابة داخلية قوية بها، والفصل بين حسابات العملاء والحسابات الأخرى للشركة، وعدم استخدام أموال

العملاء في أغرض خاصة بالشركة، وتطبيق "قاعدة اعرف عميلك " ، والتزامها في التعامل مع العملاء بمبادئ الأمانة والمساواة والحرص علي مصالحهم وسرية حساباتهم وبياناتهم وإبرام عقد فتح حساب مع كل عميل يتضمن طبيعة التعامل وحقوق والتزامات الطرفين، الإفصاح عن المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود الخيارات.

**٥- صناع السوق:**

وضع قواعد لعمل صناع سوق عقود الخيارات من حيث شروط الترخيص المتطلبة وتوافر الملاءة المالية، وحقوقهم والتزاماتهم ، وذلك كما بينا فى الفصل الثالث ، كما أن سوق الكويت للأوراق المالية يتطلب أن يبرم عقد التعامل الآجل مع شركة استثمار أو مؤسسة مالية توافق لجنة السوق على مباشرتها لهذا النوع من النشاط داخل السوق ، ولا يبرم العقد مباشرة بين هذه الشركات والأطراف الأخرى وإنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المدرجة بالسوق

**٦- وسيلة لفض المنازعات :**

وضع آلية سريعة لفض المنازعات من خلال التحكيم، ويمكن إنشاء مركز تحكيم لتسوية المنازعات بالبورصة ليكون مركز متخصص فى هذه المعاملات .

**٧- الاسترشاد بقانون سوق رأس المال :**

يمكن الاسترشاد بتعاملات سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية فيما لا يوجد تعارض بين أسواق الحاضر وأسواق عقود الخيارات.

**٨- شروط للمتعاملين فى هذه العقود:**

وضع شروط خاصة للمستثمرين الذين يرغبون فى التعامل فى هذه العقود ولتكن هذه الشروط مالية أى اشتراط أن يكون المستثمرون الذين يرغبون فى التعامل فى هذه العقود بالأ يقل رأس ماله عن حد معين او يضع هامش لدى شركة الوساطة لا يقل عن نسبة معينة .

**٩- ضوابط لمنع الممارسات غير الأخلاقية:**

مثل العمليات المرتبة سلفاً Prearrange Trading ، والعمليات الصورية Fictitious trading ، وعمليات استباق الأحداث Front Running والتداول بناء على معلومات داخلية Insider Trading والتلاعب بالأسعار Pricing Manipulation ، ويمكن لإدارة السوق تحديد عدد المراكز المفتوحة للمتعاملين، وكذلك عدم تداول العقد أكثر من مرة لتجنب ما حدث فى أزمة عائلة هنتس وفول الصويا فى الولايات المتحدة الأمريكية ، وما حدث فى أزمة سوق المناخ فى عام ١٩٨٣ من أن العقد الواحد كان يباع أكثر من خمس مرات فى اليوم الواحد .

**١٠- التعريف وزيادة الوعى بهذه الأدوات:**

- خلق وزيادة الوعى لدى المستثمرين بماهية المشتقات ، ونوعياتها ، وأساليب استخدامها ، وكذلك درجة مخاطرها والقواعد المنظمة لها ليتم تفادى حدوث مشاكل أثناء التطبيق .
- بذل جهود لتدريب الشركات العاملة فى هذه العقود ، ويمكن الاستعانة بخبراء ممارسين لهذا العمل فى الأسواق الخارجية أو إرسال بعض العاملين بالهيئة والبورصة والمقاصة إلى هذه الأسواق لاكتساب هذه الخبرة ونقلها إلى الأسواق المحلية .
- وضع معايير وقواعد قانونية منظمة ، وطرحها للمناقشة مع خبراء سوق النقد وسوق المال لتلافى أو تقليل المخاطر التى قد تنجم عن استخدام هذا النوع من الأدوات المالية .
- الاستعانة بخبراء ممارسين لهذا العمل فى الأسواق الخارجية لنقل تلك الخبرة للأسواق المحلية .

# الخاتمـــة

# خاتمة البحث

تناولت الدراسة الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية حيث اصبح تنشيط سوق الأوراق المالية في مصر يمثل ضرورة ملحة ، فبدون ذلك تقتصر الإجراءات المتخذة علي مسار الإصلاح الاقتصادي عن أن تؤتي ثمارها كاملة ، وقد تواصلت محاولات تنشيط سوق المال في أعقاب انتهاء سياسة الانفتاح الاقتصادي في منتصف السبعينات ، وزاد هذا الإصلاح في بداية التسعينات حيث تم بالفعل صدور مجموعة من التشريعات المتكاملة والتى تحكم وتنظم أعمال سوق المال وعلى سبيل المثال القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ .

وفي الحقيقة ، فان التشريع وحده لا يؤدي إلي تنشيط سوق المال في مصر لولا قيام الهيئة العامة لسوق المال علي مدار الخمس عشرة سنة الماضية ببذل كل الجهد ، وتطوير السوق ، والعاملين به حتى أصبح السوق يعتمد علي النظام المؤسسي تتمثل فى جهات ذاتية التنظيم كبورصة الأوراق المالية، وشركة الإيداع والقيد المركزي، والجمعية المصرية للأوراق المالية ، ومؤسسات حماية المستثمرين عن طريق صندوق ضمان التسويات ، وصندوق تأمين المتعاملين فى الأوراق المالية من المخاطر غير التجارية ، وقد زاد نشاط السوق الأولى والسوق الثانوى كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، وتم تطبيق سياسات جديدة كعمليات الشراء بالهامش وبيع الأوراق المقترضة وتداول وثائق مؤشر Case 30 في الأسهم العالمية.

وقد قام البحث بدراسة جوانب الموضوع بدراسة الأدوات المالية المتداولة بالسوق المصري من أسهم وسندات وغيرها وتم التركيز علي عمليات التوريق باعتبارها أحدث أداه وليدة بالسوق المصرى وكذا عقود الخيارات والتى لا مناص من وجودها إن عاجلاً أو آجلاً بالسوق المصرى فى ظل انتشارها السريع فى أسواق الدول المتقدمة .

وفي تناول البحث لهذه الموضوعات كان يمتد إلي النظم والتشريعات السارية والسياسات المتبعة ، وقد اختتم كل فصل بخلاصة النتائج وبعض التوصيات ، ورأينا تجميعها وترتيبها حسب المحاور الأساسية بإيجاز دون إخلال بما ورد بصلب البحث وذلك كما يلي :

أولاً : في مجال السندات قدم البحث مجموعة من التوصيات تتمثل فى الآتى :

**١ – بالنسبة للإصدارات الحكومية :**

تمثل الإصدارات الحكومية القاعدة الأساسية لباقى الإصدارات فى الدولة حيث إن سعر الفائدة والعائد على الأوراق المالية الحكومية يمثل مقياساً Benchmark تستند إليه شركات القطاع الخاص التى ترغب فى إصدار السندات ، ولتنشيط هذه الإصدارات نقترح الآتي :

١/١ – التجاء الحكومة والهيئات الاقتصادية العامة إلى سوق السندات لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل من خلال إصدارات متعددة وقابلة للتداول .

١/٢ – أن يتم التسعير حسب قوى السوق عند الإصدار وعدم تدخل البنك المركزى أو وزارة المالية فى عملية التسعير ، على أن يتدخل البنك المركزى فى أسعار العائد من خلال عمليات السوق المفتوحة .

١/٣ – تنويع فى أسعار الفائدة للإصدارات ويمكن إصدار سندات ذات فائدة معومة حتى تظل تتمتع بالميزة النسبية لها ، وإصدار سندات ذات عائد شهرى أو

كل خمسة عشر يوماً لتلائم التفضيلات المختلفة للمستثمرين .

١/٤ – السماح بالتحويل بين السندات الحكومية المختلفة كأن يتم تحويل السندات الحكومية إلى أذون خزانة أو سندات إسكان لزيادة درجة التنويع أمام المستثمر ، وبالتالى زيادة الإقبال عليها .

١/٥ – زيادة الإصدارات من السندات الدولية ، حيث لا يوجد سوى إصدارين الأول قيمته ٥٠٠ مليون دولار استحق فى يونيو ٢٠٠٦ ، والثانى قيمته ١٥٠٠ مليون دولار يستحق فى ٢٠١١ ، والملاحظ فى هذين الإصدارين أنه تم تغطية ٧٠% منهما من قبل المؤسسات المالية المصرية ، ويجب الاهتمام بالإصدارات الدولية لأنها تؤدى إلى خفض العجز الكلى فى ميزان المدفوعات بقيمة هذه السندات، دعم قدره البنوك والمؤسسات المصرية للاقتراض من الأسواق الخارجية، توفير مزيد من الدولارات فى السوق بسعر تنافسى يعطى قوة دفع للمشروعات التى تدر عائداً بالعملة الأجنبية ، وتخفيض الطلب الداخلى على الصرف الأجنبى ، مع مراعاة أن تتم هذه الإصدارات بالتنسيق مع المؤسسات المالية العالمية من حيث توقيت الإصدار، الحجم الأنسب للإصدار ، أسلوب الطرح ، معدل سعر الفائدة المناسب لتوفير أساس اقتصادى قوى يُمكِّن من اللجوء لهذه الأسواق .

١/٦ – وبالرغم من التقدم فى السنوات الأخيرة فى أسواق السندات الحكومية المصرية واللجوء إلى مروجين محترفين ومتخصصين Primary Dealer ، إلا أن عددهم لا يزيد عن ١٨ متعامل رئيسياً لصعوبة توافر الاشتراطات المتطلبة من الناحية المالية حيث يتطلب فى المتعامل الرئيسى أن يكون رأس ماله لا يقل عن ٥٠٠ مليون جنيه ، وبالتالى حرمان الكثير من المؤسسات المالية من الحصول على ترخيص للعمل كمتعامل رئيسى ،

مما يحد من المنافسة وبالتالى يتحقق التسعير العادل ، كما يجب مراعاة الطرح الخاصPrivate Placement للإصدارات الحكومية بجانب Primary Dealers وبصفة خاصة المؤسسات مثل صناديق التأمين والمعاشات .

١/٧ – القيام ببرنامج متكامل للتوعية وذلك لإمكان خلق طلب عام على السندات ، وعلى كافة المستويات سواء الأكاديمى أو المهنى أو للعامة .

١/٨ – تصدر السندات الحكومية بقيمة اسمية كبيرة ١٠٠٠ جنيه ولا تناسب المستثمر ذا الملاءة المالية المتوسطة أو الصغيرة ، ولتفادى هذه المشكلة يمكن قيام المتعاملين الرئيسيين بعد تغطية الإصدارات الحكومية أن تقوم بإيداع هذه السندات لدى أمين حفظ وإصدار مقابلها شهادات إيداع بحيث يعادل كل سند من ٥ إلى ١٠ شهادات تحمل نفس تواريخ استحقاق السندات المقابلة لها وذلك حتى تناسب مدخرات شريحة كبيرة فى المجتمع فى ظل هذه الإصدارات أقل مخاطرةً بالمقارنة بالأوراق المالية الأخرى .

**٢ – بالنسبة لسندات الشركات :**

٢/١ – غالبية الإصدارات قيمتها الاسمية ١٠٠٠ جنيه ، وارتفاع القيمة الاسمية للسند يعنى أن المصدر قد استبعد مسبقاً شريحة كبيرة هى المستثمرون ذا الملاءة المتوسطة أو البسيطة ، وهو أمر لابد أن ينعكس على سيولة سوق السندات . ولتفادى هذا العيب يمكن أن تصدر السندات بقيمة اسمية صغيرة لتشجيع شريحة كبيرة من المستثمرين ، وأيضاً يمكن تطبيق ذات الآلية المقترحة للسندات الحكومية ولكن بالنسبة للشركات الحاصلة على درجات التصنيف الائتمانى العالية AAA ، حتى تقبل المؤسسة المالية التى تقوم

بإصدار شهادة إيداع مقابل جزء من الإصدار .

٢/٢ - تفعيل دور اتحادات حملة السندات بالسماح لممثل الجماعة فى حضور اجتماعات مجلس الإدارة وليس الجمعيات العامة فقط ، لمتابعة حماية حملة السندات باعتبار ذلك نوع من الرقابة الذاتية ، وأيضاً تخفيض نسبة ٥% اللازمة لتكوين جماعة حملة السندات إلى ٢% أو ٣% ، لتيسير تكوين هذه الجماعات وقيامها بالدفاع عن مصالح حملة السندات .

٢/٣ - السماح للجهات الرقابية ممثلة فى الهيئة العامة لسوق المال ، فى رفع الدعوى الجماعية والاشتراك مع جماعة حملة السندات فى حالة إخلال المصدر بالشروط الواردة فى نشرة الاكتتاب .

٢/٤ - انخفاض معدل العائد على الإصدارات من السندات بالمقارنة بالعائد على الودائع المصرفية حيث إن معظم الشركات عمدت إلى إصدار سندات معومة الفائدة وربطها بسعر الفائدة على أذون الخزانة مضافاً هامش Margin ٠,٥% بالرغم من أن العائد على الودائع المصرفية يفوق معدل العائد على أذون الخزانة بأكثر من ٠,٥% ، هذا فضلاً عن سرعة تسييل الودائع البنكية وخالية من مخاطر الإفلاس أو عدم السداد بالمقارنة بالإصدارات من السندات ، لذلك ينبغى على المصدر أن يكون الهامش (الفائدة المتغيرة) كافياً لتعويض حملة السندات من مخاطر الإفلاس أو عدم السداد وصعوبة بيعها بيسر ، وقادر على المنافسة مع الودائع المصرفية .

**٣ - استحداث أدوات جديدة :**

يفتقر السوق المصرى إلى العديد من الابتكارات المالية بسوق السندات ، إذ لا تخرج السندات الموجودة بالسوق عن السندات التقليدية والتى تشمل السندات ذات

الدخل الثابت ، والسندات ذات العائد المتغير ، وإصدارين وحيدين من السندات القابلة للتحول إلى أسهم ، وبالتالى فإن خلو السوق المصرى من الأدوات التى تساعد على إدارة المخاطر يضعف من سيولة السوق ويحد من درجة الإقبال عليه لعدم القدرة على التنويع بما يتناسب مع الاحتياجات المختلفة وتتمثل فى السندات التى لا تحمل كوبون Zero Coupon Bonds ، وسندات المشاركة Participation Bonds ، والسندات ذات الدخل الثابت Income Bonds ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Bonds ، والسندات القابلة للاستبدال Exchangeable Bonds وPut Table Bonds Warrants ، والسندات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ، والسندات المدعومة بأصول مالية Securitization .

**٤ – تنشيط سوق تداول السندات :**

يتم تنشيط سوق السندات من خلال تأسيس شركات صناع السوق Market Maker ، ويقوم بهذا الدور فى الوقت الحالى المتعاملون الرئيسيون Primary Dealers ، ولكن نظراً لقلة عددهم (ثمانية عشر متعاملاً) واحتفاظ أغلبية المتعاملين الرئيسيين بالسندات الحكومية للحصول على العائد ، وتفضيل شريحة معينة من المستثمرين تتمثل فى المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار ، لذلك ينبغى على هذه المؤسسات، والجهات الرقابية ممثلة فى البنك المركزى ووزارة المالية والهيئة العامة لسوق المال، وبورصة الأوراق المالية القيام بالتوعية بأهمية السندات وتخلى المؤسسات المالية عن الاحتفاظ بمخزون السندات لديها ، وذلك يؤدى إلى السيولة على السندات فى السوق الثانوى .

**٥ – النظام الضريبى :**

حالياً كل الأوراق المالية فى مصر تتمتع بالإعفاء الضريبى ، فعندما صدر قانون سوق رأس المال سنة ١٩٩٢ ، كان وقتها ضريبة الأرباح الرأسمالية ٢% مفروضة على جميع الأوراق المالية وقد تم إلغاؤها فى عام ١٩٩٧م بالنسبة للمستثمرين الأفراد ، وفى عام ٢٠٠٠ تم إلغاؤها أيضاً بالنسبة للمستثمرين من المؤسسات ، وبصدور القانون رقم ٥ لسنة ١٩٩٨م أدى إلى تحجيم شهية البنوك نحو إصدار السندات نظراً لربط الإعفاءات الضريبية لعائد السندات باستثمارات فى السندات وأذون الخزانة لا تتعدى حقوق الملكية للجهة المستثمرة ، وفى عام ٢٠٠٥م صدر قانون الضرائب على الدخل الصادر بالقانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ فى المادة رقم (٧) بإعفاء عائد السندات المقيدة بالجداول الرسمية من الضرائب ، ولتشجيع عمل شركات الوساطة والسمسرة فى السندات فإنه يقترح أن تعفى أرباح هذه الشركات من الضرائب حتى تقوم بدورها فى صناعة سوق السندات .

**٦ – التعثر والإفلاس Bankruptcy :**

تساعد قوانين الإفلاس فى حل مشاكل الشركات التى تواجه مصاعب مالية عن طريق تزويدها بآلية سريعة لتصفية أصولها بحيث يسترد المستثمرون أكبر قدر من حقوقهم فى هذه الشركات ، لم ينظم قانون سوق رأس المال إجراءات وحالات الإفلاس للشركات المصدرة للسندات ، بينما قانون التجارة ينظم إجراءات وحالات الإفلاس وهى إجراءات تأخذ فترات زمنية طويلة حتى تحصل على التخطيط النهائى للإفلاس Final Bankruptcy Ruling ، ولهذا فإنه قد آن الأوان لتعديل قانون سوق رأس المال ليتضمن إجراءات أكثر يسر فى حالة إفلاس الشركة المصدرة للسند (عدم الوفاء بالتزاماتها لحاملى السند) ، وتعريف حالات الإفلاس التى تحكم الشركات المتعثرة أو إصدار تشريع متطور بشأن الإفلاس بما له من فائدة ليس بالنسبة للسندات ولكن بالنسبة للاستثمار فى أسواق الأوراق المالية بصفة عامة .

**ثانياً : في مجال عمليات التوريق قدم البحث مجموعة من التوصيات تتمثل في الآتى:**

١-السماح للكيانات القانونية المحتضنة لعمليات التوريق بإصدار أوراق مالية من أسهم ووثائق مشاركة مقابل الحقوق المالية الآجلة ، حيث إن المشرع المصرى يسمح لهذه الكيانات بإصدار سندات فقط.

٢-الوصول إلى مستوى تكلفة منخفض من خلال منح الكيانات المحتضنة لعمليات التوريق مزايا تتمثل فى الإعفاءات الضريبية - وقد سمح المشرع المصرى بإعفاء شركات التوريق من ضريبة الدمغة النسبية - من خلال إعفاء أرباح شركات التوريق من الضرائب لمدة زمنية قد تصل ١٠ سنوات من تاريخ مزاولة النشاط ، وأيضاً إعفاء الأصول المحالة من الضرائب إذ إن هذا الأمر يشجع شركات التوريق على إصدار أوراق مالية منخفضة التكاليف نسبياً ، وفى ذات الوقت تشجيع تأسيس هذه الشركات وزيادتها فى السوق المصرى - شركة وحيدة حتى الآن - سيما فى بداية نشاط التوريق .

٣-السماح لشركات التوريق بإصدار أكثر من محفظة توريق دون الحصول على ترخيص بكل عملية توريق من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ، كما نصت الفقرة الأخيرة من المادة (٤٠) مكرر بأن الترخيص يكون مقابل رسم مقداره عشرة آلاف جنيه أو الحصول على ترخيص بإصدار أكثر من محفظة بدون رسوم وذلك لتخفيض تكلفة العملية .

وضع تشريع لتسهيل انتقال الملكية العقارية وترتيب حقوق عينية عليها - أو التنفيذ عليها - بايجازة شرط غلق الرهن والطريق الممهد فى عمليات التوريق فقط أى تملك المال المرهون إذا عجز المدين عن الوفاء عند حلول أجل الدين

المضمون برهن وبيع ذلك المال دون اتباع الأحكام العامة فى التقنين المدنى وقانون المرافعات، وذلك كمحفز لعمليات التوريق وطمأنة المستثمرين فى الأوراق المالية المصدرة المضمونة برهون عقارية .

٤-تنميط عمليات التوريق Standardization : ويقصد بذلك توحيد القواعد الحاكمة لعملية التوريق من خلال تيسير وتوحيد قواعد وإجراءات الإقراض من قبل المؤسسات المالية ، وبذلك يمكن لهذه المؤسسات لاسيما مؤسسات التمويل العقارى زيادة عملية الإقراض حتى يمكن زيادة السيولة المالية فى السوق ، وبالتالى تنشيط عملية التوريق .

٥-وضع معيار محاسبي خاص بعملية التوريق من قبل جمعية المراجعين والمحاسبين المصرية بالتعاون مع الهيئة العامة لسوق المال لاعتبار عملية التحويل بيعاً حقيقياً True sale ، والتى تعنى عدم إدراج الأصل فى الميزانيات (المنشئين) كأصول وخصوم .

٦-تنشيط السوق الثانوى للسندات المصدرة حيث تعانى أغلبية الدول الناشئة ومنها مصر من ضعف سوق تداول السندات (الديون) ، وبالرغم من استحداث نظام المتعاملين الرئيسيين إلا أن دورهم كصناع سوق وقف عند مرحلة الإصدار فقط ولذلك فإن قيام المتعاملين الرئيسيين بدورهم فى مرحلة التداول سوف ينشط سوق السندات بما فيها سندات التوريق .

٧-تنشيط دور المستثمر المؤسس Investor Base : إن تنشيط الطلب المؤسس على الأوراق المرهونة بأصول فإن هذه المؤسسات وفى مقدمتهم صناديق التأمين الاجتماعى وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المصرفية

قادرة على تقييم مخاطر هذه الأوراق سواء مخاطر أسعار الصرف أو معدل الإسراع فى السداد أو عدم السداد ، وبالتالى يتطلب الأمر فى بداية تطبيق نشاط التوريق أن تكون عوائد هذه الأوراق أكثر ارتفاعاً عن غيرها من الأوراق الأخرى ، وذلك للتعويض عن كونهم أول المخاطرين باستثماراتهم فى عملية التوريق وهذا ما حدث بالنسبة للإصدار الأول لسندات شركة كونتكت والتى صدرت بعائد ثابت ١١% ، وبعد نجاح هذا الإصدار ، ثم الإعلان عن إصدار ثانى بعائد ١٠,٥٥% .

٨-تكوين مخصصات مناسبة لدى البنوك للقروض قبل إعادة بيعها إلى شركات التوريق .

٩- المحافظة على حقوق البنك تجاه الشركات ( إصدار سندات بقيمة ديون الشركات للبنوك ) ، وتقليل عبء الاقتراض على الهياكل المالية لهذه الشركات بتحويل قروضها قصيرة الأجل إلى ديون متوسطة أو طويلة الأجل من خلال سندات تطرح بأسعار فائدة تقل كثيراً عن فائدة الإقراض المصرفية ، فضلاً عما توفره هذه الأداة من تنشيط لجانبى العرض والطلب فى سوق الأوراق المالية .

١٠- ضرورة بناء الهيكل التنظيمي المؤسسي اللازم لنجاح عملية التوريق من خلال منظومة متكاملة من المؤسسات وعلى سبيل المثال شركات الاستعلام عن العملاء والتصنيف الائتمانى لقياس مخاطر الأوراق المالية وشركات الوكيل العقارى وشركات التأمين وغيرها ، مع وجود جهاز للتنسيق بين هذه الأطراف بما يحقق نجاح التوريق .

١١- وضع ضوابط للأصول المالية التى يجوز حوالتها إلى شركات التوريق حتى لا يتم توريق الأصول المالية المشكوك فى تحصيلها أو المتنازع عليها قضائياً أو المتوقف أصحابها عن السداد وبالتالي لا يتم نقل عبء مخاطر الديون المتعثرة إلى المستثمرين فى الأوراق المالية المصدرة بضمان هذه الديون بما يهدد نجاح نشاط التوريق .

١٢- مزيد من الاهتمام لدعم وتنظيم سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق القواعد الدولية للإدارة Corporate Governance ، فضلاً عن العمل بالقواعد اللازمة للإفصاح والشفافية وتفعيل آليات حماية السوق من المخاطر غير التجارية .

١٣- السماح لشركة التوريق بإبرام عقود مبادلة أسعار الفائدة للحد من تقلبات أسعار الفائدة.

١٤- إنشاء هيئة وطنية تساعد فى تنشيط السوق الأولى للقروض Primary Market Loan من خلال شرائها لقروض الرهن العقارى Mortgage Loansوإصدار أوراق مالية مضمونة لتلك القروض على أن يكون الإصدار مضمون أيضاً من قبل الدولة وذلك على نمط الهيئة الوطنية للرهن العقارى ( Ginne mae ) فى الولايات المتحدة الأمريكية .

١٥- إلزام الجهات المُنشِئة Originators بشراء نسبة من إصدارات الأوراق المالية المضمونة ولتكن ١٠ % لتنشيط السوق الثانوى لهذه الإصدارات .

١٦- توريق ديون الدولة أو القطاع العام من خلال إصدار أسهم أو سندات مع سداد قيمة الدين بالعملة المحلية ، واشتراط استثمارها فى مصر ، ومنح المصريين ميزة ضريبية لاستقطاب الأموال المهاجرة ، وذلك على النحو الذى اتبعته شيلى فى توريق ديونها .

**ثالثاً : في مجال عقود الخيارات يوصى البحث ببعض المقترحات التي من شـــأنها إمكان الحد من مخاطرها وتصلح لأن تكون قاعدة أساسية لإصدار التشريع الذي ينظم هذه العقود وذلك علي النحو التالي :**

**بالنسبة لعقود الخيارات " Option Contracts "**

نضع تصور للقرار المنظم لتداول هذه العقود فى السوق المصرية ، والذى ينبغى أن يتضمن الأسس الآتية :

**١- الجهة الرقابية لسوق عقود الخيارات:**

وتتمثل في الهيئة العامة لسوق المال والتي تختص بمنح تـــراخيص مزاولـــة نشاط التعامل في عقود الخيارات، واعتماد قواعد ونظم التداول وشكل الأوامر وقيد وشطب عقود الخيارات المقترحة من البورصة، والتدخل فـــي الظـــروف الطارئـــة باتخاذ الإجراءات التي تكفل سلامة السوق والمتعاملين فيه، والإشـــراف والتوجيـــه لبورصة عقود الخيارات.

**٢- بورصة الأوراق المالية:**

وتختص بوضع قواعد قيد وشطب – تسجيل – إصدارات العقود ، وقواعد الهامش ، ونظم قواعد التداول وتحديد أوقات التداول وأيام الاجازات، ووضع قواعد لمنع التلاعب في السوق وتحديد المراكز التي يأخذها مستثمر واحد خلال فترة زمنية معينة، وحظر تعامل العاملين بالبورصة بأسواق عقود الخيارات، ووضع قواعد لعضوية البورصة – للشركات التى يجوز لها التعامل فى هذه الأسواق – وحفظ بيانات التداول والإفصاح عنها .

وقيام البورصة بمعايرة عقود الخيارات " Standardizing " من خلال

تنميط حجم العقد ، وأسعار التنفيذ ، ومدة الصلاحية ، وذلك لزيادة السيولة وتسهيل عملية تسوية هذه العقود من خلال شركة المقاصة ، حيث تصبح العقود مثلية ، تحل محل بعضها ، وكذلك الإفصاح بالنماذج عن المخاطر التى يتعرض لها المتعاملون فى هذه الخيارات مع ضرورة اعتماد النماذج ، بحيث تتحمل شركة الوساطة مسئوليتها عن العقود غير المعتمدة من قبل العميل ، ويحق له فى هذه الحالة طلب إبطال العقد وكذلك تبين النماذج حقوق والتزامات الأطراف .

**٣- شركة لتقاص عقود الخيارات:**

تكون شبيهة بمؤسسة تقاص الخيارات ببورصة شيكاغو ( OCC ) لبث الثقة للمتعاملين حيث يكون المشترى لكل بائع والبائع لكل مشترى، وتضع قواعد عضويتها- عضو تسوية - وتحدد المتطلبات المالية لأعضائها، والمبالغ الهامشية التى تودع فى حساب لدى الشركة ، ووضع نظام أمن للبيانات لديها وقواعد الحفظ المركزي، وتعيين أمناء علي أموال العملاء للشركات التي تم إلغاء أو تعليق عضويتها ، وتسجيل عقود الخيارات لديها ، وتنظيم عملية الرغبة فى ممارسة الخيار فيما يعرف بتقديم إشعار تكليف " assigned notice " ، وتسوية هذه العقود من خلال التسليم المادى أو التسوية المالية أو التصفيـــة .

**٤- الشركات العاملة في عقود الخيارات:**

التزام هذه الشركات بالحصول علي تراخيص مزاولة نشاط التعامل في عقود الخيارات، وتوافر الملاءة المالية لها، هذا فضلاً عن وجود رقابة داخلية قوية بها، والفصل بين حسابات العملاء والحسابات الأخرى للشركة، وعدم استخدام أموال العملاء في أغرض خاصة بالشركة، وتطبيق "قاعدة اعرف عميلك " ، والتزامها في التعامل مع العملاء بمبادئ الأمانة والمساواة والحرص علي مصالحهم وسرية حساباتهم وبياناتهم وإبرام عقد فتح حساب مع كل عميل يتضمن طبيعة التعامل وحقوق

والتزامات الطرفين، الإفصاح عن المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود الخيارات.

**٥- صناع السوق:**

وضع قواعد لعمل صناع سوق عقود الخيارات من حيث شروط الترخيص المتطلبة وتوافر الملاءة المالية، وحقوقهم والتزاماتهم ، وذلك كما بينا فى الفصل الثالث ، كما أن سوق الكويت للأوراق المالية يتطلب أن يبرم عقد التعامل الآجل مع شركة استثمار أو مؤسسة مالية توافق لجنة السوق على مباشرتها لهذا النوع من النشاط داخل السوق ، ولا يبرم العقد مباشرة بين هذه الشركات والأطراف الأخرى وإنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المدرجة بالسوق

**٦- وسيلة لفض المنازعات :**

وضع آلية سريعة لفض المنازعات من خلال التحكيم، ويمكن إنشاء مركز تحكيم لتسوية المنازعات بالبورصة ليكون مركز متخصص فى هذه المعاملات .

**٧- الاسترشاد بقانون سوق رأس المال :**

يمكن الاسترشاد بتعاملات سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية فيما لا يوجد تعارض بين أسواق الحاضر وأسواق عقود الخيارات.

**٨- شروط للمتعاملين فى هذه العقود:**

وضع شروط خاصة للمستثمرين الذين يرغبون فى التعامل فى هذه العقود ولتكن هذه الشروط مالية أى اشتراط أن يكون المستثمرون الذين يرغبون فى التعامل فى هذه العقود بالأ يقل رأس ماله عن حد معين او يضع هامش لدى شركة الوساطة لا يقل عن نسبة معينة .

**٩- ضوابط لمنع الممارسات غير الأخلاقية:**

مثل العمليات المرتبة سلفاً Prearrange Trading ، والعمليات الصورية Fictitious trading ، وعمليات استباق الأحداث Front Running والتداول بناء على معلومات داخلية Insider Trading والتلاعب بالأسعار Pricing Manipulation ، ويمكن لإدارة السوق تحديد عدد المراكز المفتوحة للمتعاملين، وكذلك عدم تداول العقد أكثر من مرة لتجنب ما حدث فى أزمة عائلة هنتس وفول الصويا فى الولايات المتحدة الأمريكية ، وما حدث فى أزمة سوق المناخ فى عام ١٩٨٣ من أن العقد الواحد كان يباع أكثر من خمس مرات فى اليوم الواحد .

**١٠- التعريف وزيادة الوعى بهذه الأدوات:**

- خلق وزيادة الوعى لدى المستثمرين بماهية المشتقات ، ونوعياتها ، وأساليب استخدامها ، وكذلك درجة مخاطرها والقواعد المنظمة لها ليتم تفادى حدوث مشاكل أثناء التطبيق .

- بذل جهود لتدريب الشركات العاملة فى هذه العقود ، ويمكن الاستعانة بخبراء ممارسين لهذا العمل فى الأسواق الخارجية أو إرسال بعض العاملين بالهيئة والبورصة والمقاصة إلى هذه الأسواق لاكتساب هذه الخبرة ونقلها إلى الأسواق المحلية .

- وضع معايير وقواعد قانونية منظمة ، وطرحها للمناقشة مع خبراء سوق النقد وسوق المال لتلافى أو تقليل المخاطر التى قد تنجم عن استخدام هذا النوع من الأدوات المالية .

- الاستعانة بخبراء ممارسين لهذا العمل فى الأسواق الخارجية لنقل تلك الخبرة للأسواق المحلية .

**بالنسبة لخيارات العاملين Employee Stock Options :**

لقد استحدث المشرع المصرى نظام خيارات شراء العاملين لأسهم الشركات التى يعملون بها فى إطار تحفيزهم وإثابتهم لخلق تطابق بين دوافع العاملين (خاصة مستوى الإدارة العليا التنفيذية) والمساهمين ، وتبين من البحث وجود مجموعة من التوصيات، نضعها تحت نظر الهيئة العامة لسوق المال للأخذ بها فى نموذج عقود الوعد بالبيع للعاملين بالشركات المصدرة والمتمثلة فيما يلى :

١. تحديد حد أدنى وأقصى لفترة الحظر بعد المنح ولتكن المدة من سنة إلى ثلاث سنوات ، للتغلب على اهتمام العاملين بفترة بيع الأسهم ، وتقلل من تزاحم العاملين لبيع الأسهم عقب التنفيذ مباشرة .

٢. تحديد الفترات المتاح فيها للعاملين التنفيذ ، وطريقة وأسباب اختيارها ، بحيث تكون قبل توزيع الأرباح Dividends لتجنب انخفاض قيمة الأسهم بمقدار التوزيعات مما يؤدى إلى Loss of time value .

٣. تحديد فترة الاختيار بحيث لا تقل عن ثلاثين يومًا ، لإبداء العامل فيها رغبة فى المشاركة فى النظام .

٤. تحديد كيفية حساب سعر التنفيذ ، ويمكن الاسترشاد بتجربة فرنسا وهى ألا يقل عن ٨٠% من متوسط إقفال خلال الثلاثين جلسة تداول السابقة على يوم المنح ، وأيضًا الاسترشاد بمؤشرات أخرى مثل الأداء التاريخى للسهم ، القيمة الدفترية ...ألخ .

٥. تحديد نسبة معينة من رأس المال يجوز للشركة منحها فى إطار خيارات العاملين لا تزيد عن ١٠% من رأس المال بما لا يجاوز ١% لكل عامل مشارك بالنظام ، وذلك بالنسبة للشركات المقيدة بالبورصة .

٦. النص على عدم جواز حوالة أو تداول هذه العقود .

٧. التبكير بفترة التنفيذ فى حالة انتهاء عقد العمل لأحد العاملين المشاركين فى النظام مع الإفصاح عن الحالات التى ينتهى فيها عقد العمل قبل فترة التنفيذ .

٨. مراعاة تطبيق النظام على جميع العاملين ، وعدم قصرها على مستوى الإدارة العليا ، مع مراعاة معايير الكفاءة والأقدمية ، والمستوى الوظيفى بالنسبة لتخصيص عدد معين من الأسهم عليهم .

٩. جواز أن تتم المحاسبة على أداء فروق الأسعار دون تسليم وتسلم أى الأخذ بالتسوية المالية للمحافظة على أسعار أسهم الشركة فى السوق ، سيما وقد أجاز المشرع فى قانون التجارة العمليات التى تؤول إلى فروق أسعار المرتبطة بالأسهم المقيدة بالبورصة .

١٠. إلزام الشركات المطبقة للنظام بتبليغ الهيئة والبورصة – فى حالة الشركات المقيدة – خلال يومين من إقرارها ، وذلك لمنع تعديل تواريخ الخيارات بكتابتها بتواريخ سابقة للاستفادة من ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم فى السوق .

١١. إلزام الشركات كذلك بوضع ضوابط داخلية لمراقبة ومتابعة التبليغ عن الخيارات ومقارنتها مع التواريخ التى من المفترض أن يتم فيها تنفيذ الخيارات ، وإمساك سجل رسمى لقيد الخيارات من حيث تاريخ المنح وفترة الحظر وتاريخ التبليغ وتاريخ التنفيذ.

١٢. تعيين استشاريين مستقلين عن الإدارة لتحديد مبلغ المكافأة – الحصة – لكل منصب وذلك لعدم استغلال أموال الشركة لصالح فريق الإدارة ، وذلك بالنسبة للشركات المقيدة بجداول البورصة .

١٣. تحديد الجهة المختصة بإدارة النظام هل لجنة أم شركة مستقلة أم أحد صناديق الاستثمار ؟

١٤. الإفصاح الكامل عن عقود الخيارات فى قوائم الشركة ، وتحديد المعاملة الضريبية والمحاسبية لهذه الخيارات ، ويمكن خصم توزيعات أرباح الأسهم التى تخصص للعاملين من الإيرادات من وعاء الضريبة لتشجيع الشركات للقيام بعمل برامج إثابة وتحفيز للعاملين.

١٥. رقابة هيئة سوق المال على أسعار أسهم هذه الشركات فى الفترات التى تسبق التنفيذ مباشرة ، واتخاذ الإجراءات اللازمة لكشف عن استغلال معلومات داخلية فى التعامل على أسهم الشركة .

ولا يسعنا إلا أن نكرر قول الاصفهانى فى مقدمة مُعجم الأدباء" أننى رأيت أنه لا يكُتب انسانٍ كتاباً فى يومهِ إلا قال فى غده ، لو غُير هذا لكان أحسَن ، ولو زِيدَ لكان يُستحسن ، ولو قُدّم هذا لكان أفضل ، ولو تُرك هذا لكان أجمل ، وهذا من أَعظمِ العبر ، وهو دليل على إستيلاء النقص على جملة البشر ".

ولا يسعنا فى ختام هذا البحث سوى أن نلتمس فى نفوس أستاذتنا العذر، إذا لم يكن البحث قد احاط بما يجب الإحاطة به ، وذلك إيمانا بأن الجهد الانسانى لا ينتهى عنده حد .

**والله ولى التوفيق ،،،**

# الملاحق

## جدول رقم (١)

## أداء بورصتي القاهرة والإسكندرية في الفترة ١٩٩١- ٢٠٠٦

| البيان | ١٩٩١ | ١٩٩٢ | ١٩٩٣ | ١٩٩٤ | ١٩٩٥ | ١٩٩٦ | ١٩٩٧ | ١٩٩٨ | ١٩٩٩ | ٢٠٠٠ | ٢٠٠١ | ٢٠٠٢ | ٢٠٠٣ | ٢٠٠٤ | ٢٠٠٥ | ٢٠٠٦ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| كمية التداول بالمليون جنيه | ٢٢.٧ | ٢٩.٦ | ١٧.٧ | ٥٩.٨ | ٧٢.٢ | ٢٠٧.٧ | ٣٧٢.٧ | ٥٧٠.٨ | ١٠٧٤ | ١١٠٨ | ١٣٠٠ | ٢٩٠٠ | ١٤٠٠ | ٢٤٠٠ | ٥٣٠٠ | ٩١٠٠ |
| عدد الشركات المقيدة | ٦٢٧ | ٦٥٦ | ٦٧٤ | ٧٠٠ | ٧٤٦ | ٦٤٩ | ٦٥٤ | ٨٧٠ | ١٠٣٣ | ١٠٧٦ | ١١١٠ | ١١٥١٠ | ٩٧٨ | ٧٩٥ | ٧٤٤ | ٥٩٥ |
| عدد الشركات المتداولة | ٢١٨ | ٢٣٩ | ٢٦٤ | ٣٠٠ | ٣٥٢ | ٣٥٤ | ٤٦١ | ٥٥١ | ٦٦٣ | ٦٥٩ | ٦٤٣ | ٦٧١ | ٥٤٠ | ٥٠٣ | ٤٤١ | ٤٠٧ |
| رأس المال السوقى ( بالمليار جنيه ) فى | ٨.٨ | ١٠.٨ | ١٢.٨ | ١٤.٥ | ٢٧.٤ | ٤٨.١ | ٧٠.٨ | ٨٢.٢ | ١١٢.٣ | ١٢٠.٣ | ١١٢ | ١٢٢ | ١٧٢ | ٢٣٤ | ٤٥٦ | ٥٣٤ |

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| نهاية العام | | | | | | | | | | | | | | | |
| رأس المال السوقى لنسبة من الناتج المحلى الإجمالى (٪) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | ٣٠ | ٢٩ | ٣٥ | ٤٣ | ٧٤ | ٨٠ |
| معدل الدوران (٪) | ٢.٦٤ | ٣.٤٢ | ٢.١٥ | ٨.٣٨ | ٨.٣٧ | ١٨.٢٤ | ٢٨.٦٢ | ٢٢.٥٠ | ٢٩.٢٤ | ٣٧.٨٥ | ١٤.١ | ٩.٥ | ١١.٥ | ١٤.٢ | ٣١.١ | ٤٨.٧ |

- بيانات التداول تشمل الأسهم والسندات ووثائق الأستثمار .
- رأس المال السوقى = الأسهم المقيدة » سعر السوق فى نهاية العام
- معدل الدوران = قيمة تداول الأسهم المقيدة / رأس المال السوقى فى نهاية العام .

المصدر : بروصة الأوراق المالية ، كتاب الحقائق التاريخية ، والتقرير السنوى للهيئة العامة لسوق المال لعام ٢٠٠٦ .

# مرفق (٢) جدول تفسير التصنيفات الائتمانية

| التصنيف | فيتش ايبكا Fitch | موديز Moody's | ستاندرد اند بوز S & P | |
|---|---|---|---|---|
| تصنيف مرتفع | AAA | A aa | AAA | أفضل تصنيف للدين وذلك يعتبر مؤشر على القدرة المرتفعة على الالتـــزام أو الوفاء بدفع الأصل والفوائد ولذلك تعتبر هذه الأوراق من النوع الممتاز. |
| | AA | Aa | AA | تعتبر هذه الأوراق أيضاً فى الحدود المرتفعة من حيث التصنيف وهى أقل من ممتازة بسبب هامش الحماية الأقل بالمقارنة بالسندات ذات التـــصنيف AAA و Aaa |
| تصنيف متوسط | A | A | A | هذه الأنواع من السندات تتميز بالعوامل الجاذبة للاســـتثمار ، ولكـــن هنـــاك نواحى قد تعرض المستثمر إلى بعض من المخاطر إذا كـــان هنـــاك تغيـــرات اقتصادية سلبية . |
| | BBB | Baa | BBB | رغم من أن هذه السندات تعتبر ذات قدرة كافية على الالتزام بدفع الأصول والفوائد ولكن هناك مخاطر قد تحدث فى حالة عدم استقرار الأوضاع الاقتصادية والتى قد تضعف من هذه المقدرة على السداد . |
| مضاربـــــة | BB | Ba | BB | تعتبر هذه السندات مستوى متوسط من الحماية على دفع الأصول والفوائد فى فترتى الازدهار وأيضاً خلال الفترات السيئة . |
| | B | B | B | هى السندات التى تفقد خصائص استثمارات ذات جاذبية أخرى . ضمان ســـداد الأصول والفوائد فى المدى الطويل قد يكون محدوداً. |

| إخفـــاق | CCC | Caa | CCC | جودة منخفضة من الإصدارات قد تكون معرضة لعدم السداد . |
|---|---|---|---|---|
| | CC | Ca | CC | إصدارات ذات مستوى مرتفع من المضاربة كثيراً ما لا يتم سدادها أو يكـــون لها نقاط ضعف أخرى . |
| | | | C | أقل تصنيف فى السندات. وقد تعتبر أكثر ضعفاً من ناحية الجودة الاستثمارية . |
| | C | | C | لا يدفع عليها فوائد وتسمى بالـــ income bonds |
| DDD | D | | | إصدارات ذات أصول وفوائد لم تدفع إلا فى صورة متأخرات . هذه الإصدارات عالية المضاربة وتقيم فقط حسب قيمتها عند تسييلها / بيعها . |
| DD | | | | |
| D | | | | |

المصدر : . Charles p. Jones, "investments Analysis and management," Ninth edition, wily, p. 36

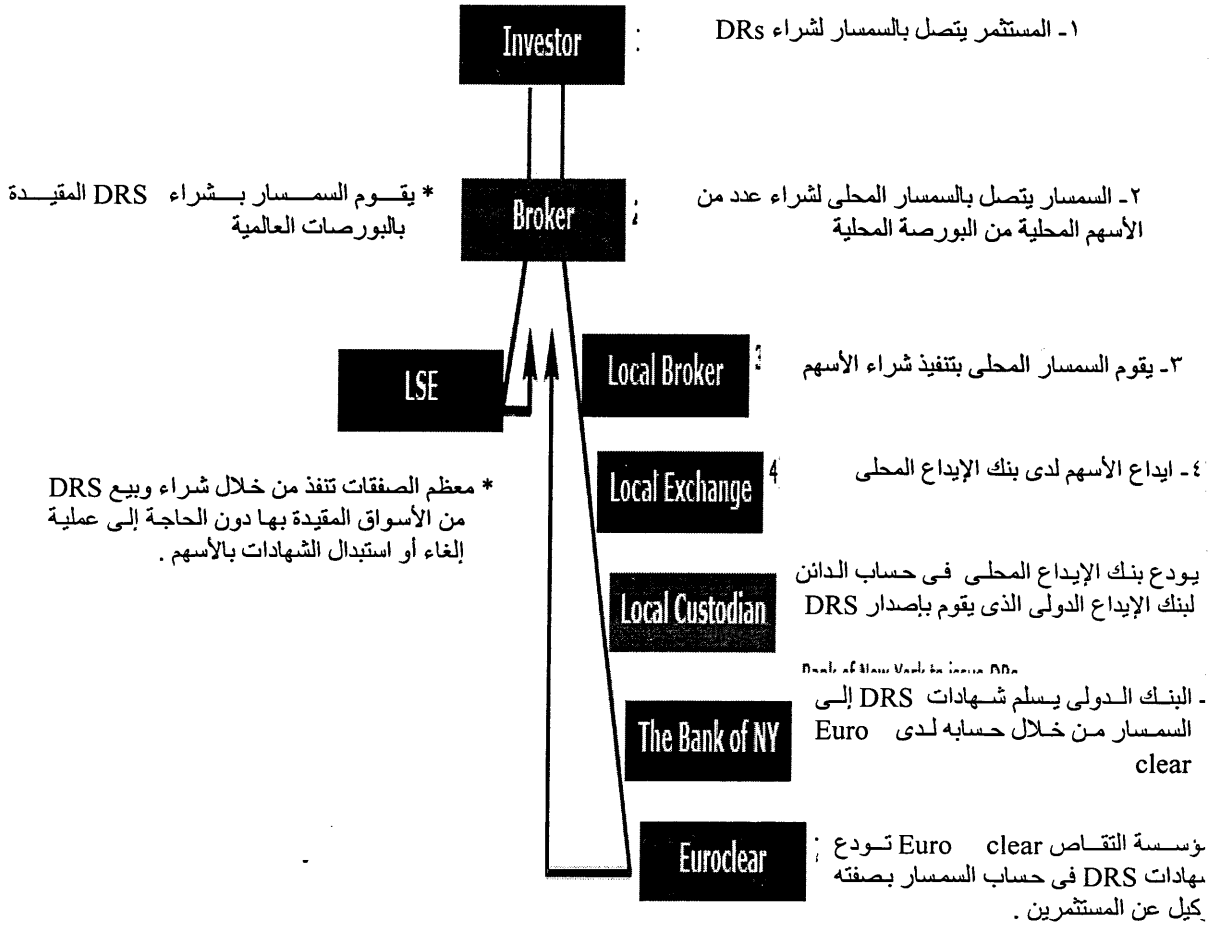
## جدول رقم ( 3 ) يبين التفرقة بين الأوراق المالية والعقود □

| م | الأوراق المالية Securities | العقود المستقبلية Futures |
|---|---|---|
| ١ | تعد أصل مالى | لا تعُد أصل مالى |
| ٢ | الإفصاح من خلال نشرة الاكتتاب | الإفصاح عن المخاطر |
| ٣ | تصدر عن مؤسسة | ليست إصدار ولكنها عقود بين طرفين |
| ٤ | الهامش مودع بدون تسوية يومية | الهامش قد يكون سندات أو مدفوعات ويتم تسويتها يومياً |
| ٥ | الإتجار بالمعلومات ممنوع | الإتجار بالمعلومات غير مقترح |
| ٦ | توحيد قواعد للبيع على المكشوف | البيع على المكشوف مسموح به بدون قواعد |
| ٧ | تسويتها من خلال إغلاق المركز | يمكن تسويتها من خلال إغلاق المركز Off sit |
| ٨ | تستخدم للمشاركة فى رأس المال تركيز الرقيب ينصب على عدالة السوق | تستخدم للحماية من مخاطر تقلبات الأسعار تركيز الرثيب ينصب على نزاهة الأسعار |

## جدول رقم (٤) بكود لأسعار تنفيذ عقود الخيارات

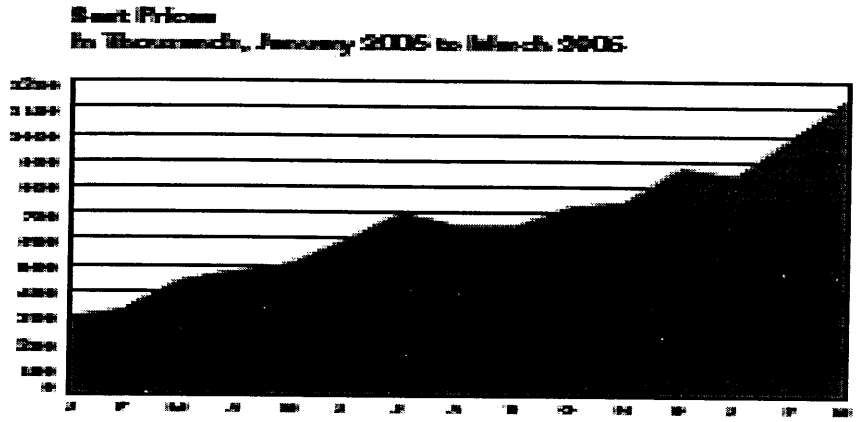
| A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 5 | 10 | 15 | 20 | 25 | 30 | 35 | 40 | 45 | 50 | 55 | 60 | 65 |
| 105 | 110 | 115 | 120 | 125 | 130 | 135 | 140 | 145 | 150 | 155 | 160 | 165 |
| 205 | 210 | 215 | 220 | 225 | 230 | 235 | 240 | 245 | 250 | 255 | 260 | 265 |
| 305 | 310 | 315 | 320 | 325 | 330 | 335 | 340 | 345 | 350 | 355 | 360 | 365 |

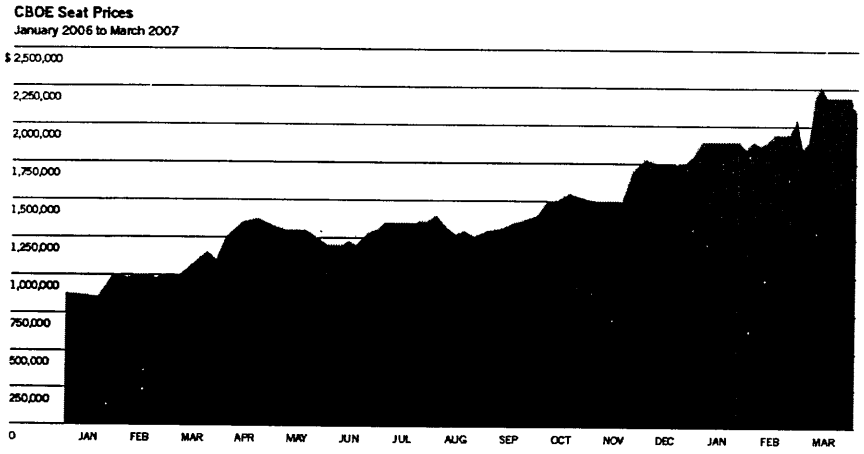
| N | O | P | Q | R | S | T | U | V | W | X | Y | Z |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 70 | 75 | 80 | 85 | 90 | 95 | 100 | 75 | 12.5 | 17.5 | 22.5 | 27.5 | 32.5 |
| 170 | 175 | 180 | 185 | 190 | 195 | 200 | 375 | 42.5 | 47.5 | 52.5 | 57.5 | 62.5 |
| 270 | 275 | 280 | 285 | 290 | 295 | 300 | 675 | 72.5 | 77.5 | 82.5 | 87.5 | 92.5 |
| 370 | 375 | 380 | 385 | 390 | 395 | 400 | 975 | 102.5 | 107.5 | 112.5 | 117.5 | 122.5 |


Investor
١- المستثمر يتصل بالسمسار لشراء DRs
Broker
٢- السمسار يتصل بالسمسار المحلى لشراء عدد من الأسهم المحلية من البورصة المحلية
* يقوم السمسار بشراء DRS المقيدة بالبورصات العالمية
LSE
Local Broker
٣- يقوم السمسار المحلى بتنفيذ شراء الأسهم
Local Exchange
٤- ايداع الأسهم لدى بنك الإيداع المحلى
* معظم الصفقات تنفذ من خلال شراء وبيع DRS من الأسواق المقيدة بها دون الحاجة إلى عملية إلغاء أو استبدال الشهادات بالأسهم .
Local Custodian
يودع بنك الإيداع المحلى فى حساب الدائن لبنك الإيداع الدولى الذى يقوم بإصدار DRS
The Bank of NY
- البنك الدولى يسلم شهادات DRS إلى السمسار من خلال حسابه لدى Euro clear
Euroclear
مؤسسة التقاص Euro clear تودع شهادات DRS فى حساب السمسار بصفته وكيل عن المستثمرين .

شكل رقم (١)

الشكلين رقمى (٢) ، (٣) يبين أسعار مقاعد بورصة شيكاغو للخيارات خلال عامى ٢٠٠٥/ ٢٠٠٦






8 CBOE 2006

Source: From Chicago Board Options Exchange, CBOE 2005

# Black-Scholes Model

**Call Option**

P: Spot Price
X: Strike Price
r = Risk-Free Rate
t = Time to Maturity
σ = Risk of the stock

$$V = P[N(d_1)] - Xe^{-r_{RF}t}[N(d_2)].$$

$$d_1 = \frac{\ln(P/X) + [r_{RF} + (\sigma^2/2)]t}{\sigma\sqrt{t}}.$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}.$$

مرفق رقم ( 4)

# Black-Scholes Model

## Put Option

$$V = Xe^{-r_{RF}t}[N(-d_2)] - P[N(-d_1)]$$

$$d_1 = \frac{\ln(P/X) + [r_{RF} + (\sigma^2/2)]t}{\sigma\sqrt{t}}.$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}.$$

**What is the value of the following call option?**

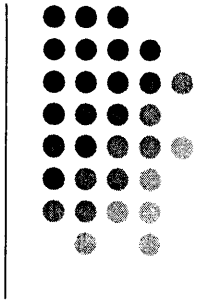
**Assume: P = \$27; X = \$25; $r_{RF}$ = 6%; t = 0.5 years: $\sigma^2$ = 0.11**

$$V = \$27[N(d_1)] - \$25e^{-(0.06)(0.5)}[N(d_2)].$$

$$d_1 = \frac{\ln(\$27/\$25) + [(0.06 + 0.11/2)](0.5)}{(0.3317)(0.7071)} = 0.5736.$$

$$d_2 = d_1 - (0.3317)(0.7071) = d_1 - 0.2345$$

$$= 0.5736 - 0.2345 = 0.3391.$$



$N(d_1) = N(0.5736) = 0.5000 + 0.2168$

$= 0.7168.$

$N(d_2) = N(0.3391) = 0.5000 + 0.1327$

$= 0.6327.$

Note: Values obtained from Excel using NORMSDIST function.

$V = \$27(0.7168) - \$25e^{-0.03}(0.6327)$

$= \$19.3536 - \$25(0.97045)(0.6327)$

$= \$4.0036.$

## مرفق رقم (٥)

### مشروع نموذج عقد وعد ببيع أسهم
### وفقاً للنظام تحفيز وإثابة العاملين والمديرين
### بشركة .....

أنه فى يوم ..... الموافق ..... من شهر ..... سنة ..... حرر هذا العقد فيما بين كلاً من:

١) شركة .....

..... ( ويشار إليها فيما بعد بـ " الشركة " )

٢) السيد / السيدة .....

..... ( ويشار إليه فيما بعد بـ " المستفيد " )

#### التمهيد

حيث أن الشركة قد أقرت فى نظامها الأساسى نظاماً للتحفيز وإثابة العاملين والمديرين ( يشار إليه فيما بعد بـ "النظام" ) قائم على أساس الوعد ببيع أسهم الشركة إلى المستفيد وفقاً للشروط والبنود الواردة فيما بعد ووفقاً للقرار الوزارى الصادر من وزير الاستثمار رقم ٢٨٢ لسنة ٢٠٠٥ ؛

وحيث أن الموظف يشغل منصب ..... بدرجة وظيفية ..... ؛

وحيث أن الطرفين يرغبان فى إبرام هذا العقد لتنظيم كيفية استفادة الموظف من النظام وكيفية استحقاقه للأسهم الموزعة بمقتضاه ( يشار إليها فيما بعد بـ "أسهم النظام" ) ؛

بناء عليه ، فقد اتفق الطرفان على ما يلى :

#### المادة الأولى

#### التمهيد

يعتبر التمهيد السابق ومرفق رقم (أ) جزء لا يتجزأ من هذا العقد ومكملاً ومتمماً لأحكامه.

#### المادة الثانية

#### إقرار الشركة

تقر الشركة بأن الموظف مستوف بالكامل لشروط الالتحاق بالنظام الذى اقترحه مجلس إدارتها وأقرته جمعيتها العامة غير العادية بتاريخ .....

#### المادة الثالثة

#### الوعد

٣-١ بمراعاة أحكام المادة الرابعة والخامسة وبشرط ممارسة الموظف لحقه فى شراء أسهم النظام (كلها أو بعضها) خلال الفترة التي يحددها الأخطار الوارد بالمادة الخامسة ووفقاً للشروط والنموذج الوارد بالمرفق رقم (١)، تتعهد الشركة

بنقل ملكية عدد ..... سهم من أسهم النظام إلى الموظف إذا ابدى رغبته في ذلك خلال .....وذلك بنسبة .....% من الأسهم المخصصة لهذا النظام.

٢-٣ يتم نقل ملكية أسهم النظام المذكورة في (٣-١) أعلاه على النحو التالي[1]:

.....

.....

## المادة الرابعة

## شروط نفاذ الوعد

لا يعتبر وعد الشركة نافذاً إلا إذا توافرت الشروط التالية:

أ- أن يكون الموظف في الخدمة لدى الشركة في .....[2] (يشار إليها فيما بعد بـ "موعد أو مواعيد الاستحقاق").

ب- أن يكون الموظف قد حصل في الموعد (المواعيد) المذكورة في (أ) أعلاه على تقدير ..... في تقريره السنوي الذي تجريه إدارة الشركة وفقاً للوائحها الداخلية.

ج- أن تكون الشركة قد حققت النتائج التالية [3] :

.....

.....

د- أن يعلن الموظف عن رغبته في شراء أسهم النظام خلال المدة المحددة بالمرفق رقم (أ)

## المادة الخامسة

## الإخطار بالاستحقاق

تلتزم الشركة إذا توافرت الشروط الواردة في المادة الرابعة أعلاه ، بإخطار الموظف فوراً وكتابياً على آخر عنوان له في ملفه الوظيفي وذلك وفقاً للنموذج المبين في المرفق رقم (١) وفي موعد (أو مواعيد الاستحقاق).

## المادة السادسة

## مدة العقد

٦-١ يظل هذا العقد ساريا لمدة .....

٦-٢ ومع ذلك تتحلل الشركة من وعدها في الحالات التالية [4] :

.....

.....، أو في حالة عدم إعلان رغبته في تنفيذ حق الشراء خلال المدة المحددة بالإخطار.

٦-٣ يكون للورثة حال موت الموظف قبل إعلان رغبته في الشراء وقبل انتهاء المدة المحددة لاعلان هذه الرغبة، استكمال الوعد بإعلان الرغبة وسداد كامل قيمة أسهم النظام.

.....

.....

---

(1) في هذه الفقرة تحدد الشركة موعداً ومراحل (إن كان ذلك على عدة مراحل) نقل ملكية أسهم النظام إلى الموظف وعدد الأسهم التي يتم نقل ملكيتها إليه سواء كان ذلك على دفعة واحدة أو على عدة دفعات بشرط أن يتم تحديد ثمن السهم في كل مرحلة.

(2) يتم تحديد الموعد (المواعيد) الخاصة باستحقاق الموظف لحقه (أو حقوقه) في شراء أسهم النظام (كلها أو بعضها على حسب الأحوال)

(3) هذه الفقرة اختيارية للشركة ولها أن تتبنى معياراً الكفاءة الاقتصادية.

(4) يتم تنظيم حالات الوفاة والاستقالة والفصل في هذه الفقرة.

المادة السابعة

القانون الواجب التطبيق والاختصاص القضائي

في حالة قيام أي نزاع أو خلاف بين الطرفين يجوز الاتفاق على حسمه وفقاً لأحكام القانون رقم ٢٧ لسنة ١٩٩٤ بإصدار قانون في شأن التحكيم في المواد المدنية والتجارية أو من خلال مركز القاهرة الإقليمي للتحكيم التجاري الدولي.

المادة الثامنة

حرر هذا العقد من نسختين لكل طرف نسخة.

من : ..... ( الشركة )

إلى: ..... ( الموظف )

التاريخ : ..... (1)

الموضوع : استحقاق ..... ( الموظف )
لحقه في شراء عدد ..... سهم من أسهم النظام

بالإشارة إلى الموضوع عاليه ، وإلى عقد الوعد ببيع أسهم النظام ( وفقاً للتعريف الخاص بها ) المؤرخ ..... والموقع بيننا ، نفيدكم علماً بما يلي:

١) أن الشركة قد منحتك حق في شراء عدد ..... سهم من أسهم النظام.

٢) يحق لك ممارسة حقك في شراء الأسهم المذكورة في (١) أعلاه خلال فترة لا تتجاوز ..... من تاريخ استلامك لهذا الإخطار ، بعده يسقط كل حق لك في ممارسة هذا الحق في الشراء.

٣) يحق لك ممارسة حقك في شراء الأسهم المذكورة في (١) أعلاه على أساس سعر ..... لكل سهم بقيمة إجمالية ..... تسدد كما يلي:

.....

.....

٤) دون الإخلال بما ورد بالفقرة (٢) أعلاه إذا لم تقم بسداد القيمة الإجمالية يسقط حقك في شراء الأسهم المذكورة في (١) أعلاه (2) .

---

(1) موعد كل استحقاق.
(2) الشركة أن تنقل ملكية بعض الأسهم إلى الموظف إذا قام بسداد جزء من القيمة الإجمالية بشرط الاتفاق على ذلك.

٥) بمجرد انتقال ملكية الأسهم لك وفقا للشروط الواردة بهذا الإخطار، يحق لك المشاركة فى اجتماعات الجمعية العامة للشركة والحصول على توزيعات الأرباح عن السهم التى يتم نقل ملكيتها لك بموجب هذا الإخطار وذلك دون الحق فى التصرف فى تلك الأسهم للغير ولمدة ..... من تاريخ نقل الملكية إليك.

٦) يعد هذا المرفق جزء لا يتجزأ من عقد وعد بيع أسهم وفقا لنظام تحفيز وإثابة العاملين والمديرين الموذخ والمبرم بين الشركة وبينكم.

٧) لكى تتمكن من إبداء رغبتك في ممارسة حقك في الشراء بموجب هذا الإخطار ، يستلزم إخطار الشركة كتابيا بذلك على العنوان التالي ..... خلال الموعد المحدد بالإخطار ودون الإخلال بالتزامك فى سداد قيمة تلك الأسهم فى المواعيد.

وتفضلوا بقبول وافر الشكر.

ختم الشركة: [.....]

الاسم:.....

الصفة :.....

التوقيع: .....

# المراجـــع

# المراجـــع

## المراجع العربية :

### ١- المؤلفات العامة :


١. أ.د. إبراهيم الدسوقى أبو الليل "الحقوق العينية التبعية (التأمينات العينية) الرهن الرسمى – الرهن الحيازي – حقوق الامتياز" ، الكويت ، ١٩٩٨.

٢. د .أبوزيد رضوان ود . حسام عيسى . شركات المساهمة والقطاع العـــام القاهرة دار الفكر العربى ١٩٧٦ .

٣. أحمد شرف الدين ، الدليل القانونى لتوظيـــف الأمـــوال ، كتـــاب الأهـــرام الاقتصادى ، القاهرة , ١٩٨٨ .

٤. أحمد محرز ، القانون التجاري ، مطبعة حسان ، ١٩٨٦-١٩٨٧.

٥. بريان كويل ,مبادلة العملات , إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق , القاهرة , ٢٠٠٥ .

٦. أ.د/حسام الدين الأهوانى ، "التأمينات العينية فى القانون الكويتى" ، الجـــزء الأول ، مؤسسة دار الكتب ، الكويت ، ١٩٨٥ – ١٩٨٦ .

٧. الهيئةالعامة لسوق المال ، "البورصة والأوراق المالية" ، الطوخى للطباعة ، ١٩٨٤.

٨. حسنى المصرى ، فكرة الترست وعقد الاستثمار المشترك فى القيم المنقولة ١٩٨٥.

٩. حسنى المصرى صناديق الأستثمار المشترك فى القانون الكويتى والقـــانون المقارن ، مطبوعات جامعة القاهرة ، ١٩٩٥.

١٠. يراجع : د. سليمان المنذر ، الأسواق العربية لـــرأس المـــال ، نـــشأتها ،

خصائصها الأساسية ، إمكانية التكامل فيما بينها ، ( بيروت ، دار الرازى للطباعة ، ١٩٨٧ ) .

١١. الهيئة العامة لسوق المال ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق المال ، ١٩٩٨ .

١٢. المستشار / رجب سليم عبد الحكيم ، "شرح أحكام قانون ضمانات وحوافز الاستثمار" ، بدون دار, ١٩٩٨ .

١٣. رضا السيد عبدالحميد ، القانون التجارى ، دار النهضة العربية ،٢٠٠٣ .

١٤. أ.د/ رمزى فريد ذكى ، بحوث فى ديون مصر والعالم ، مكتبة مدبولى ، بدون تاريخ نشر.

١٥. د/ رمزى زكى : الديون والتنمية ، القروض الخارجية وأثرها على البلاد العربية ، المستقبل العربى ، القاهرة ، ١٩٨٥ .

١٦. د/ رمزى ذكى ، أزمة الديون الخارجية ، رؤية من العالم الثالث ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، ١٩٨٧ .

١٧. أ.د/ سميحة القليوبى ، شركات تلقى الأموال ، دار النهضة العربية ، ١٩٨٩

١٨. أ.د/ سميحة القليوبى ،الشركات التجارية ، جـ٢ ، ١٩٩٣ ، دار النهضة العربية .

١٩. د/ شامل محمد الحموى , د|محمود صبح , الأسواق والؤسسات المالية دار البيان للطباعة والنشر, ٢٠٠٢ .

٢٠. عاطف وليم أندوارس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصادى ، مؤسسة شباب الجامعة,الإسكندرية ,٢٠٠٥ .

٢١. د./عبد الحميد قنديل، محاسبة البنوك التجارية، دار الطباعة الحديثة، ١٩٦٦.

٢٢. أ.د/ عبد الفتاحعبد الباقى ، "الوسيط فى التأمينات العينيـــة" ، دار النـــشر للجامعات المصرية ، القاهرة ، ١٩٥٤.

٢٣. عبد الفضيل محمد أحمد ، توظيف الأموال ، دراسة مقارنة ، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة .

٢٤. أ.د/ عبد الرازق السنهورى ، الوسيط فى شرح القانون المدنى ، الجـــزء العاشر ، دار النهضة العربية ، القاهرة ١٩٧٠ .

٢٥. د./عبد الرافع موسى ، " الهيئة العامة لسوق المال : طبيعتها-اختصاصها – دورها" ، بدون دار نشر ، ١٩٨٨ .

٢٦. د./على البارودى, العقود و عمليـــات البنـــوك التجاريـــة ,دار المطبعـــة الجامعية,الإسكندرية.

٢٧. على سيد قاسم ، قانون الأعمال ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٧ .

٢٨. على شلبى ، بورصة الأوراق المالية ، دراسة علمية وعملية ، القـــاهرة ، مكتبة النهضة العربية المصرية .

٢٩. أ.د/على جمال الدين عوض ,عمايات البنوك مـــن الجهـــة القانونيـــة ,دار النهضة العربية ,١٩٨٩ .

٣٠. أ.د/ على حسن يونس,العقود التجارية ,دار الفكر العربى ,طبعة ١٩٦٩ .

٣١. د./ عرفات تقى الحسنى ,التمويل الدولى , دار مجدلاوى للنشر ,الطبعـــة الثانية , ٢٠٠٢ .

٣٢. أ.د/ فتحى عبد الرحيم عبد الله ، دروس فى أحكام الالتزام ، جـــ٢ ، مكتبة الجلاء الجديدة ، المنصورة ، ١٩٧٩.

٣٣. د./ محسن شفيق , الوسيط فى القانونالتجارى المصرى,الجزء الثالـــث , الطبعة الثانية , ١٩٨٠ .

٣٤. د. محمود صبح ، الابتكارات المالية والمؤسسات و الأوراق المالية الغائبة عن السوق المصرى، الطبعة الأولى ، بدون دار نشر ، ١٩٩٨ .

٣٥. د./ محمد الشحات الجندي ، معاملات البورصة فى الشريعة الإسلامية ، دار النهضة العربية ١٩٨٨ .

٣٦. أ.د/ محمد فريد العرينى, إصول القانون التجارى , الطبعة الأولى, ١٩٩٧.

٣٧. أ.د/ محمد محروس إسماعيل : "مشكلة الديون الخارجية للبلدان النامية" ، مجلة مصر المعاصر ، العدد ١-٤ يوليو ، ١٩٨٥.

٣٨. د/محمد عثمان إسماعيل حميد, أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية دار النهضة العربية ١٩٩٣ .

٣٩. محمود مصطفى ، النظام القانونى لعقد إدارة الأوراق المالية .

٤٠. د/ مجدى محمود شهاب ,الإتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية، دار الجامعات الحديثة للنشر ,الإسكندرية , ١٩٩٨ .

٤١. د./محي الدين اسماعيل علم الدين ، شرح قانون التمويل العقارى ولائحته التنفيذية ، القاهرة ، بدون دار نشر ، ٢٠٠٣ .

٤٢. د. مصطفى كمال طه ,القانون التجارى ,دار المطبوعات الجامعية الإسكندرية ,١٩٩٩.

٤٣. أ.د/ نادية محمد معوض – الوجيز في القانون التجاري , دار النهضة العربية ,طبعة ٢٠٠٤ ,٢٠٠٥.

٤٤. أ.د/ هانى سري الدين ، الشركات التجارية الخاصة فى القانون المصرى ، ط١ ، دار النهضة العربية،٢٠٠١.

٤٥. د/ هانى محمد دويدار, مبادئ قانون المشرع الرأسمالي دار الجامعة الجديدة بالإسكندرية للنشر ١٩٩٦ .

٤٦. هوشيار معروف ، الأستثمارات والأوراق المالية جامعة البلقاء , عمـــان الطبعه الأولى, ٢٠٠٤ .

٤٧. أ./ يحيى حسن المصرى ، تقرير إعادة الجدولة فى بعض دول العـــالم ، البنك المركزى المصرى ، العدد ١٩٩٣/٩٢.

٤٨. لسان العرب ، ٢١٣٥/٣ ، المعجم الوسيط ، ٤٧٦/١ ، المعجم الوجيز .

٤٩. مجموعة الأعمال التحضيرية للقانون المدنى ، جـــ٣ .

٥٠. مختار الصحاح للإمام محمد بن أبى بكر عبد القادر الـــرازى ، المطبعـــة الأميرية ، القاهرة ، ١٩٥٣م

٥١. معجم العلوم الإجتماعيه , الهيئه العامة للكتاب.

**٣- ابحاث ورسائل :**

٥٢. اتحاد المصارف العربية ، "قضايا أساسية فى عملية التوريق والموجودات اتحاد المصارف العربية ، موسوعة التوريـــق (٢) ،(بيـــروت ، لبنـــان ، ٢٠٠٢ ).

٥٣. أ.د/ أحمد سعد عبد اللطيف ، سلسلة مراجـــع المـــدير المـــالى رقـــم ٣ : استراتيجيات وسياسات الأستثمار ، الطبعة الثانية ٢٠٠٤ .

٥٤. د./ أحمد عبد الرحمن الملحم ، الإطار القانونى لخيار شراء القيم المنقولة مجلس النشر العلمى – جامعة الكويت ، ٢٠٠١ .

٥٥. أ.د/ أحمد عبد الرحمن الملحم ود. محمود أحمد الكندرى ، "عقد التمويـــل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق" ، مجلـــس النـــشر العلمـــى، جامعة الكويت ، ٢٠٠٤ .

٥٦. د/ أحمد بن حسن بن أحمد الحسنى – صناديق الاستثمار – دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامى ١٩٩٩ .

٥٧. أ./ أحمد عبد الفتاح ، تسنيد الرهونات العقارية ، موسوعة التوريق "قضايا أساسية فى عملية التوريق والموجودات ، اتحاد المصارف العربية ، موسوعة التوريق (٢) ،(بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٢ ).

٥٨. د/ أحمد عبدالمطلب ، " المشتقات " ، دراسة غير منشورة .

٥٩. د/ أحمد السيد جابر ، بورصات الأوراق المالية فى ظل الاشتراكية العربية ، جامعة القاهرة ، كلية التجارة ، رسالة ماجستير غير منشورة ، ١٩٦١ .

٦٠. أ/ أشرف محمد السيد سيد أحمد ، " قياس تأثيرسياسة تحرير سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية " ، رسالة ماجستير فى الاقتصاد ، كلية التجارة جامعة الزقازيق ، سنة ٢٠٠٠.

٦١. الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري ، الاستثمارات فى الأوراق المالية التقليدية .

٦٢. الجمعية المصرية للأوراق المالية ، مقدمة عن الأسواق المالية فى مصر .

٦٣. بول جونسون ، قانون التلاعب فى الولايات المتحدة الأمريكية ، يوليو ٢٠٠٢ .

٦٤. جاسم حدب متعب ، " المشتقات – أحد تحديات أسواق المال العربية ، المؤتمر السنوى الثالث بعنوان " ما بعد الإصلاح المالى فى مصر " رؤية مستقبلية فى ضوء تحديات القرن الحادى والعشرين ، كلية التجارة ببنها ، ١٠-١١ نوفمبر ١٩٨٨ .

٦٥. جونز هوبكتر ، تحليل مقايضة للديون ، مقال منشور ، "تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص ، إعداد : ستيف ، ه ، هانكى ، تعريب : محمود مصطفى غنيم ، دار الشروق ، ١٩٩٠.

٦٦. د. جيمس بى.آركباور مع رون شولتز,"الإكتتاب",ترجمة ليلى زيدان,مراجعة فايزة حكيم الدار الجامعية للشر والتوزيع,القاهره,١٩٩٩.

٦٧. د./حسين فتحى عثمان ، التوريق المصرفى للديون الممارسة والإطار القانونى ، دار النهضة العربية – بدون سنة نشر .

٦٨. د./ خالد أمين ، الخلفية العلمية والعملية للتوريق : بحوث فى التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية ، اتحاد المصارف العقارية ، ٢٠٠٢ ، بيروت .

٦٩. د/ خلف سليمان النمرى ، شركات الاستثمار فى الاقتصاد الإسلامى ، مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٠.

٧٠. د/ خليل حسن الشماع – صناديق الاستثمار – من مطبوعات الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية ,عمان ,بدون تاريخ نشر.

٧١. خورشيد أشرف إقبال الندوى ، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية ، رسالة دكتوراه ، جامعة القاهره, ٢٠٠٥ .

٧٢. خيرى على الجزيرى ، صكوك التمويل ودور البنوك فى مجالها ، مجلة البنك المركزى المصرى ٨٩/٩٠.

٧٣. شذا الخطيب ، العولمة ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال , مؤسسة طابا,القاهره ,الطبعه الأولى,٢٠٠٢ .

٧٤. د./ سيد طه بدوى محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق جامعة القاهرة ، ٢٠٠٠.

٧٥. نقلاً عن د/ شريف محمد البارودى ، تنشيط حركة سوق الأوراق المالية فى مصر من خلال تطوير الأساليب المحاسبية بدون تاريخ وسنة نشر.

٧٦. صادق حنين ، "بحوث فى أعمال البورصات" ، مجلة القانون والاقتصاد ، العدد الثالث ، السنة الثامنة ، ١٩٣٨.

٧٧. د./ طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية (المفاهيم – إدارة المخاطر – المحاسبة) ، الدار الجامعية.

٧٨. د/ عبدالحميد البعلى ، المشتقات المالية فى الممارسة العملية والرؤية الشرعية ، الإكاديمية العربية للعلوم المصرفية ، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الاسلامية (٦) ، الكويت ، ديسمبر ١٩٩٩ .

٧٩. د/ عبدالمنعم التهامى ,التمويل: مقدمة فى المنشآت المالية والأسواق المالية,مكتبة عين شمس القاهره ١٩٨٥.

٨٠. أ.د/ عبيد على أحمد حجازى التوريق (ومدى أهميته فى ظل قانون الرهن العقارى) ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠١.

٨١. أ.د/ عدنان الهندى ، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعات المصرية العربية إتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٦.

٨٢. عصام حنفى محمود موسى ، صكوك التمويل والاستثمار التى تصدرها شركات المساهمة ، رسالة دكتوراه ، ١٩٩٥.

٨٣. د/ كامل بشاى,دور الجهاز المصرفى فى التوازن المالى: دراسه خاصة بالإقتصاد المصرى,الهيئة المصرية للكتاب,بدون سنة نشر.

٨٤. د./ وليد جمال الدين ، المشتقات المالية : أدوات التمويل الحديثة ، بدون تاريخ نشر ، ٢٠٠٣ .

٨٥. د/ محمد جميل الشبشيرى ، " تطبيقات وتجارب عملية للمؤشرات البديلة عن معدل الفائدة "، الرياض ، ٢ مايو ٢٠٠٧ .

٨٦. د./محمد زيدان إبراهيم ، القياس والإفصاح المحاسبى عن عمليات التوريق فى ضوء المعايير المحاسبية بالبنوك التجارية : دراسة تطبيقية ، بحث غير منشور .

٨٧. د/ محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ,القاهرة , دار النهضه العربية, ١٩٨١ .

٨٨. د./ محمد صالح الحناوى ، تقييم وتحليل الأسهم والسندات ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، ٢٠٠٠ .

٨٩. د/ محمد صالح الحناوى , أساسيات الإستثمار فى الأوراق المالية, الطبعة الثانية, الدار الجامعية, الإسكندرية , ١٩٩٧ .

٩٠. المستشار / محمود فهمى ، مذكرة فى شأن القوانين واللوائح المنظمة لسوق المال فى مصر ، بدون دار نشر ، ٢٠٠١ .

٩١. أ.د/ محمود محيى الدين ، "التنمية المالية وأثرها فى النمو الاقتصادى" ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، مايو ٢٠٠١ .

٩٢. أد. /محمود محي الدين ، الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق ، إتحاد المصارف العربية ، ٢٠٠٢ .

٩٣. د/ نادية أبو فخره ,إتجاه معاصر فى إدارة المنشآت المالية , دار النهضه العربية , ١٩٩٢ .

٩٤. د./منير هندى ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ١٩٩٩.

٩٥. أ.د/ منير هندى ، أساسيات الأستثمار فى الأوراق المالية ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ .

٩٦. أ.د/ منير هندى ، الفكر الحديث فى إدارة المخاطر : الهندسة المالية بإستخدام التوريق ، منشأة دار المعارف ، الاسكندرية ، بدون سنة نشر.

٩٧. أ.د/ منير إبراهيم ندى ، الفكر الحديث فى إدارة المخاطر ، الجزء الثانى ، المشتقات المالية : العقود الآجلة والعقود المستقبلية ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٣.

٩٨. د/ منى عيسى العيوطى,التدفقات المالية ودورقطاع الوسطاء المالين فى الإقتصاد المصرى ,رسالة دكتوراه,١٩٨٥ .

٩٩. موسوعة أخبار اليوم الاقتصادية ( مجلد سوق المال ) الرقم القياسى للتغيرات فى أسعار الأوراق المالية ، ١٩٩٩ .

١٠٠. د./ نصر على طاحون شركات إدارة محافظ الأوراق المالية ، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ .

١٠١. د/ هشام فضلى ، عقد شراء الحقوق التجارية ، دار النهضة العربية , ١٩٩٧ .

١٠٢. د/ هشام فضلى ، الأستثمار الجماعى فى الحقوق الاجلة : التوريق " Titrisation- Securitization" ، دار الفكر الجماعى ، ٢٠٠٤ .

١٠٣. د. وسام ملاك ، البورصات والأسواق المالية العالمية ، الجزء الأول .

١٠٤. د/ يعقوب صرفوة ، الأسهم وتداولها فى الشركات المساهمة فى القانون الكويتى ، الدراسة المقارنة فى القوانين العربية والفرنسية والإجليزية ، رسالة دكتوراة جامعة القاهرة ، ١٩٨٢ .

١٠٥. د/ يسرى جرجس بسطا ، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر" ، رسالة دكتوراه ، كلية الاقتصاد ، جامعة القاهرة ، ١٩٩٧.

١٠٦. مؤسسة كادوجان للاستشارات المالية ، بدون دار نشر ، مارس ٢٠٠٢.

**٣- ندوات ومؤتمرات :**

١٠٧. أ/ أمال أحمد عبد السلام – الإطار القانوني لصناديق الاستثمار – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل ١٩٩٧ .

١٠٨. الهيئة العامة لسوق المال ، "دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال فى مصر" ، مقدمة فى المؤتمر الدولي لتنمية سوق المال ، ١٩٨٣.

١٠٩. د./ حسنى خليل محمد ، " تطوير وتنمية سوق المال فى مصر" ، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي السادس (مؤتمر المدخرات فى مصر) ، جامعة المنصورة ، كلية التجارة ، ٤-٥ إبريل ١٩٨٩ .

١١٠. د./ حسنى خليل محمد ، عن صكوك التمويل ودور البنوك فى تنميتها وإدارتها ، ندوة عن صكوك التمويل ودور البنوك فى تنميتها وإدارتها التى نظمها اتحاد بنوك مصر مع البنك المركزى المصرى والهيئة العامة لسوق المال المقامة بفندق هيلتون فى ١٩٨٩/٥/٢٠ .

١١١. عبدالحميد إبراهيم ود. عبد المنعم أحمد التهامى ، صكوك التمويل ذات العائد المتغير ، الخصائص والأنواع ، ندوة عن صكوك التمويل ودور

البنوك فى تنميتها وإدارتها التى نظمها اتحاد بنوك مصر مع البنك المركزى المصرى والهيئة العامة لسوق المال ، المقامة بفندق هيلتون يوم السبت الموافق ١٩٨٩/٥/٢٠م .

١١٢. أ/ عزة شلباية ، مؤتمر عن مفهوم نشاط التوريق والتحديات المستقبلية فى مصر ، القاهرة ،( المعهد المصرفى ١٣-٢٢ أكتوبر), ٢٠٠٣.

١١٣. د/ عطيه عبد الحليم صقر – الإطار القانوني لصناديق الاستثمار – أبحاث ندوة الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الثانى.

١١٤. د/ محمد عبد الحليم عمر – المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور اسلامى – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الأول ١٩٩٧ .

١١٥. المستشار / محمود محمد فهمى – الإطار القانوني لصناديق الاستثمار – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الثاني ١٩٩٧ .

١١٦. أ/ مصطفى على أحمد – صناديق الاستثمار – مزاياها – أنواعها – التكييف الشرعي – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الثانى ١٩٩٧.

١١٧. أ/ محمود سليمان – صناديق الاستثمار – أبحاث ندوة صناديق الاستثمار فى مصر – الواقع والمستقبل – الجزء الأول ١٩٩٧.

## ٤- مقالات :


١١٨. أ/عبدالحميد إبراهيم ,تنظيم مبادلة الأسهم يوفر مزايا لعمليات الإندماج والإستحواذ , الأهرام ,٣٠ نوفمبر ٢٠٠٣ السنة ١٢٧ ,العدد ٤٢٧٢٧.

١١٩. أ.د/ محمد محروس إسماعيل ، "ديون مصر والعالم" ، الأهرام الاقتصادى ، نوفمبر ١٩٨٩ .

١٢٠. د./ إبراهيم سليمان وزير الإسكان السابق ، مجلة البيت الكبير ، عدد ١ إبريل ٢٠٠٣.

١٢١. عبدالرحمن عقل ، حقوق ومميزات لصاحب صك الاستثمار وصك التمويل ، جريدة الأهرام ، عدد ٩ أغسطس ١٩٨٨ .

١٢٢. د/ ناصر السعيد ، د/ نصرى دياب ، " تسنيد الموجودات سوق وفرص جديدة فى لبنان " ، مجلة الجيش العدد ٢٠٩.


## ٥- الدوريات :


١٢٣. البنك الأهلى المصرى ، المشتقات – خدمات مصرفية جديدة ، النشرة الاقتصادية ، العدد الثالث ، المجلد الثانى والخمسون ، القاهرة ، ١٩٩٩.

١٢٤. البنك المركزى المصرى ,المجلة الإقتصادية , مجلد(٣٥) ,العدد الرابع ١٩٩٤/١٩٩٥.

١٢٥. بنك مصر "المشتقات المالية كأدوات حديثة فى أساق المال العالمية", مركز البحوث,العدد (٣) سنة ١٩٩٨.

١٢٦. النشرة الاقتصادية للبنك الأهلى المصرى "خدمات مصرفية جديدة : شراء الفواتير بالجملة Factoring ، العدد ٣ ، المجلد الخمسون ، سنة ١٩٦٧ .

١٢٧. النشرة الاقتصادية للبنك الأهلى المصرى ، العدد (٣) ، المجلد ٢٤٢ ، ١٩٨٩ .

١٢٨. المصرف العربى الدولى ، أساسيات إدارة المخاطر فى المنشآت غير المالية باستخدام المشتقات المالية ، النشرة الاقتصادية الربع سنوية ، إدارة البحوث الاقتصادية السنة الـ ١٤ ، العدد الثانى ، إبريل – يونيو ١٩٩٦ .

١٢٩. تقريراللجنة المشتركة من لجنة الشئون الاقتصادية ومكتبى لجنتى الشئون الدستورية والتشريعية والخطة والموازنة ، التقرير السادس عشر ، مجلس الشعب المصرى ، ٢٠٠٤/٥/١١.

١٣٠. بنك مصر ، مجلة بنك مصر ، أوراق بحثية ، مركز البحوث ،١٩٩٨ .

١٣١. د./ محمد السيد سعيد ، الآثار السياسية الخارجية لمديونية العالم الثالث ، مجلة السياسة الدولية ، العدد ٢٨٦ ، أكتوبر ١٩٨٠.

١٣٢. د./لويس ذكى سلامة ، "سوق الأوراق المالية ومستقبلها فى مصر" ، معهد الدراسات المصرفية ، البنك المركزى المصرى ، ١٩٧٦ .

١٣٣. أ/ أشرف محمد السيد سيد أحمد ، " قياس تأثيرسياسة تحرير سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية " ، رسالة ماجستير فى الاقتصاد كلية التجارة جامعة الزقازيق ، سنة ٢٠٠٠.

١٣٤. التقارير السنوية للهيئة العامة لسوق المال .

١٣٥. التقارير السنوية لشركة مصر للمقاصة .

١٣٦. التقارير السنوية لبورصتى القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية .

## ٦- القوانين التى تم الرجوع إليها :


١٣٧. القرار الجمهورى رقم ٣٣١ لسنة ١٩٥٦ فى شأن تنظيم عمليات بيع الأوراق المالية بالآجل_ الوقائع العربية ، العدد ٧٤ مكرر ، ١٣ سبتمبر ١٩٥٦,المذكرة الإيضاحية للقانون رقم ٢٣١ لسنة ١٩٥٦ ، النشرة التشريعية لوزارة العدل ، ( بعدد يوليو ١٩٥٦ ).

١٣٨. القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ ، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، ١٩٨٦ .

١٣٩. القانون رقم ٢١ لسنة ١٩٨١ ، "تعديل بعض أحكام القانون رقم ١٦١ لسنة ٥٧" ، الجريدة الرسمية ، العدد ٢٩ تابع ، ١٩٨١/٧/٢٣ .

١٤٠. القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة, الجريدة الرسمية ، العدد ٤٠ ، بتاريخ ١٩٨١/١٠/١ ، مضبطة مجلس الشعب ، الجلسة ٨٩ ، بتاريخ ١١ أغسطس ١٩٨١.

١٤١. قانون الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ : الجريدة الرسمية ، العدد ٢٩ تابع (أ) ، فى ٢٠ يوليو ١٩٨٩ .

١٤٢. القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ، الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٣ تابع ١٩٨٨/٦/٩.

١٤٣. قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية : الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٤ مكرر ، بتاريخ ١٩ يونيو ١٩٩١.

١٤٤. اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٧ لسنة ٧٦ بتنظيم النقد الأجنبى والسوق الحرة للنقد الأجنبى , الوقائع المصرية ، العدد رقم ٢٢٤ (تابع) ، ١٩٩١/١٠/٥.

١٤٥. قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ الجريدة الرسمية ، العدد رقم ٢٥ (مكرر) فى ١٩٩٢/٦/٢٢ ، ثم صدرت لائحته التنفيذية بالوقائع المصرية ، العدد رقم ٨١ (تابع) فى ١٩٩٣/٤/٨ .

١٤٦. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ صدرت بالقرار الوزارى رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ ، منشورة بالوقائع المصرية ، العدد ٨١ فى ١٩٩٣/٤/٨ .

١٤٧. قرارلجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٢ لسنة ١٩٩٦ ، قرار مدير سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٨١ لسنة ١٩٩٨ .

١٤٨. قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ الجريدة الرسمية – العدد ١١ فى ١٩٩٧/٣/١٣ .

١٤٩. قانون التجارة الصادر بالقانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ الجريدة الرسمية العدد ١٩ مكرر ، فى ١٧ مايو ١٩٩٩ .

١٥٠. لائحةشهادات المشاركة الحكومية لسنة ١٩٩٩ (شهامة) .

١٥١. قانون الإيداع والقيد المركزى الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ولائحته التنفيذية الجريدة الرسمية – العدد رقم ٢٠ تابع (ب) – الصادر فى ٢٠٠٠/٥/١٨ .

١٥٢. القانونرقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ ، الجريدة الرسمية ، العدد ٣٦ ، ٦ سبتمبر ٢٠٠١ , اللائحة التنفيذية للقانون ، الوقائع المصرية ، العدد ٢٨٢ (تابع) ، ٩ سبتمبر ٢٠٠١.

١٥٣. قراررئيس الجمهورية رقم ٢٧٧ لسنة ٢٠٠١ م بإنشاء الهيئة العامة لشئون التمويل العقارى ، الجريدة الرسمية ، العدد ٣٦ فى ٢٠٠١/٩/٦.

١٥٤. القانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ بإصدار قانون الضريبة على الدخل الجريدة العدد٢٣ (تابع) فى ٩ يونية سنة ٢٠٠٥.

١٥٥. جريدة العالم اليوم ، العدد الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٩/٦ .

١٥٦. يحكم أنشطة التوريق فى فرنسا ، المرسوم المنشور بالجريدة الرسمية برقم ٧٥ ، فى ٢٦ نوفمبر ٢٠٠٤ ، والمعدل للقانون رقم ٨٨-١٢٠١ بتاريخ ٢٣ ديسمبر سنة ١٩٨٨ فى شأن صناديق الاستثمار فى الديون وهى تماثل شركات التوريق (SPV) فى النموذج الأمريكى .

١٥٧. تقرير اللجنة المشتركة من لجنة الشئون الاقتصادية ومكتبى لجنتى الشئون الدستورية والتشريعية والخطة والموازنة ، التقرير السادس عشر ، مجلس الشعب المصرى ، ٢٠٠٤/٥/١١ .

١٥٨. نقض مدنى ٥ ، إبريل سنة ١٩٦٧ ، مج ، س ١٨ ، رقم ١٣٣ .

١٥٩. الهيئة العامة لسوق المال ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق المال ، ١٩٩٨ .

١٦٠. الهيئة العامة لسوق المال ، موسوعة التشريعات واللوائح والقرارات المنظمة لسوق المال المصرى ، يونيو ٢٠٠٧ .

## المراجع الأجنبية :


1. Allen, M., "Asset Sales an analysis of risk for buyer and sellers", journal of international banking law, 1987.
2. Alistair Hudson "the Law on Financial Derivatives", Term No. 2 of confirmation of OTC option transaction
3. Amihud and Mendelson Implications Financial Management, 1988.
4. Arlette, C.W. gary & J.Barry, the Decision on Derivatives, Journal Of accountancy, vol . 186, Nov. 1998.
5. AMEX, CBOE, NYSE, PSE, " characteristics and risks of standardized options Feb. 2004
6. AEX, CBOE, PHLX, "understanding index options, Jan., 2001.
7. Bank for International Settlements, Basel Committee on Bank Supervision, "Consultative" Document: Asset Securitization, January, 2001.
8. Bank of international and settlements (BIS), Issues of measurement related to market-size and macro prudential risks in derivatives markets-Basle Feb. 1995.
9. Brueggeman, W. And Fisher, J. Real Estate Finance and Investment, III: Irwin, 1997.
10. Brgham, "Fundamentals of Financial Management", The Dryden Press, 5th Ed.), 1989.
11. Bernstein, Financial Analysts Journal, 43 L Nov.-Dec. 1987.
12. Cadwalader, wickersham & Taft LLP, "Legal Considerations in Structuring asset-backed Securities in the US Market", Global Securitization and Structured Finance 2005.
13. Cameron L. Cowan Partner Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP On behalf of the American Securitization Forum, "American Securitization Forum", November 5, 2003.
14. Charles P. Jones, investments Analysis and Management, 9th .edition, John Wiley& Sons, inc. 2004.
15. Chicago Board Options Exchange CBOE, Annual Report 2005.
16. Chicago Board Options Exchange CBOE, Annual Report 2006.
17. Chicago board options exchange, "characteristics and risks of

standardized options ", Feb. 2005.

18.Comptroller's Handbook, asset securitization, comptroller the currency administrator of National bank, Nov. 1997.

19.Committee on commerce U.S. House of representatives, "compilation of securities laws within the Jurisdiction of the committee on commerce", 105th congress 1st. Session, Jan, 1997.

20.Cox, Hillman and Langevoort, "Securities regulation cases and materials", Little, Brown and company, London, p. 1290.

21.David M. Weiss, after Trade is made: Processing –

22.Securities Transactions, New York Institute of Finance, (NYIF CORP), 1986.

23.Deutsche bank, "Global Securitization and Structure Finance", Published by globe white page in association with Deutsche bank, 2003.

24.Don. M. Chance, an introduction to derivatives, Dryden press, New York, U.S.A.,

25.Don. M. Chance, "Option and Futures", Published by the Dryden Press, Harcourt Brace, Javanovich College Publishers.

26.Erik Banks, Emerging Asian Fixed Income Markets Macmillan, 1994.

27.Fannie Mae, Guaranteed Mortgage Pass-through Certificates Mortgage Loans, April 1, 2003.

28.Ferruzzi's problems may be Italy's too, the Wall Street Journal, August 12, 1993.

29.Fitchibca, "Understanding Asset Backed Commercial Paper", February 1, 1999.

30.Francis Hirst, "the stock exchange, a short study of investment and speculation", Dar El Kotob AlMisria.

31.Frank J. & Fabozzi, "The Hand book of mortgage Backed Securities, Pub. Mc. Grew January 1998.

32.Frank J. Fabozzi, "Fixed Income Analysis", 2ed "edition, CFA institute, 2004.

33.Frank J. Fabozzi. & Modigliani, Franco. Capital Markets: Institutions and Instruments, New Jersy, Prentice - Hail, Inc., 1996.

34.Friedrich E. F. Hey "A New Era of Financial Futures Trading in Germany: Sweeping Changes in the Legal and Business Environment", 10 Northwestern Journal, 1989

35.Gregory S. Cresp I. "Overcoming the legal obstacles to the creation of a future market in bodily organs, 55(1) Ohio States Law Journal, 1994.

36.Guy Cohen options Made Easy second Edition prentice Hall financial times 2005.

37.Hong Kong Monetary Authority, quarterly bullet may, 1995, Issue No. 3

38.Henry F. Johnson", is it better to go naked on the street? A Primer on the options market", 55(1) the Notre Dam Lawyer, October, 1979.

39.Hughes J., "Transfer of Loan Participations, "Journal of International La.

40.Hughes J., "Transfer of Loan Participations, "Journal of International Law, 1987.

41.IFC, No. 6, "Financial Institution, World Bank, Wash., D.C., 1998.

42.Investors investor education, "A look at Mutual Funds & Exchange- traded Funds (ETFs)" Investools Inc. all rights reserved, 2007.

43.Jack Clark Francis, The handbook of equity derivates. Pub. by new institute of finance. 1992.

44.Jack Clark Francis, "management of investment", Hill New York 1993.

45.James B. Ark Bauer, Going Public, international publishing & distribution house, Egypt, Cairo.

46.Jane Borrows, Sidley & Austin, Legal and Regulatory Consideration, Euro money, DC Gardner Work Book.

47.Jeffrey C. Williams, manipulation on trial: economic Analysis and the hunt sliver case published Cambridge university press, 1995.

48.John K. Thompson, "Securitization an internal Perspective", Organization for Economic co-operation and development, 1995 .

49.Lawrence D. Schall & Charles W. Halcy, Introduction to Financial

Management, New York: McGraw, Hill co, 1988.

50.Kenneth M. Morris & Alan M. Siegel "Guide to understanding money and investing", (Ligtbib Press 2nd, 1993 N.Y).

51.Schapand C. Flory, "Ferruzzi VS, CBOT: Who is right?" Future September, 1989.

52.Leont. Kendall & Michael J. Fishman, "A primer on securitization" pub. MI press, July 1996.

53.Michael T. Kawachi "the new law of asset securitization in Japan", University of Puget Sound Law Review, Vol. 17: 582.

54.Mahmoud Salem," Depositary Receipts Overview", the bank of Now York, February 2006.

55.Marty Rosenblatt & Jim Johnson," securitization, Accounting under FASB 140: the stander formerly knew a FASB 125 "1st. Edition, Jan 2001, Deloit & Touché LLP.

56.NASD, University of Reading & "the business school for financial markets, instruments Derivatives", Cairo, Egypt 26-30 Nov., 2006.

57.New York stock Exchange, constitution and rules, October 1995.

58.Paul M. Architzel, "overview of Futures Regulatory scheme", Egypt financial services project, USAID May 17, 2007.

59.Peter S. Rose, "Money and Capital Markets - Financial Institutions in a Global Marketplace", Six the Edition, Irwin, McGraw - Hill, London.

60.Robert p. Rittereiser, "margin Regulations and practices", 2ed. Edition, New York institute of Finance.

61.Robert W. Kolb, futures, options and swaps, black wall publishers Inc., second editions, 1997.

62.Rosemary Erickson, George Steinbeck. The Language of commodities, a commodity Glossary, New York institute of Finance.

63.Securities Act of 1933. U.S. Government printing office, Washington: 1997.

64.Eries7 Securities Manual. N.Y: NASD investment company products, 1987.

65.Steph B. Strauss, "Securitization, Egypt Financial Services", June 15, 2005.

66.Suleiman Abdi Dualeh, "Islamic securitization: Practical Aspects", for the World Conference on Islamic banking, Geneva, Switzerland & St. HELIAR, Jersey Channel is Lands July 1998.

67.The Arab Academy for banking and Financial Sciences, Options & Futures Securities Valuation and Trading strategies, 22/4/2007.

68.The Arab Academy for banking and Financial Sciences, Risk Management Guide Line for Derivative.

69.The Option Clearing Corporation, "Understanding Stock Options", 1994.

70.Timothy C.Leixner, Esq., Securitization of Finance Assets, Holland & Kinght LLP, 2006-2007.

71.The institute of international Education, Fixed income/"Securitization" AUSID Program, Cairo. July 2003.

72.Vector L. Harper, "Handbook of investment products and services, 2nd Edition, New York institute of finance a Prentice -Hall Company.

73.Vinod Kothari, "Securitization: the Financial instrument Of the Future" 3ed edition, Published by Willy Financ, 2006.

74.Vinod Kothari, "in Defense of Securitization", 2001

75.William F. Sharpe, "Investments", 3ed edition, Prentice - Hall International Editions.

76.Workshops, on SROs –Regulation a central securities depository, Clearing and settlement agency, and registry, 22 -23 oct.2003.

77.You - I am Zhu, xiaonan WU, and I-Liang Chern, Derivative securities and difference methods, with 91 Illustration, Springer finance.

78.Zaki Abd El Motaal, Les Boureses en Egypte, Historique Libraire du Conseil d'Etat et de la Societe Legistation Comparee Preface, 1930.

## ٧- قواميس متخصصة :


79.Investors Dictionary, (http://www.investordictionary.com/)

80.Business dictionary, (http://www.businessdictionary.com//)

81.Investopedia Dictionary,

(http://www.investopedia.com/dictionary/default.asp)

Chicago Board Options Exchange Dictionary", (**http://www.cboe.com**)

82.Black's law dictionary," by hennery Campbell black, sixth edition. West publication, 1991.

83.New York stock Exchange (NYSE), Glossary of Terms &ACRONYMS.


## ٧- قوانين أجنبية تم الرجوع إليها :


84.Jon° 275 du 26 novembre 2004 page 20067texte n° 6Décrets, arrêtés, circulaires
Textes généraux Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie Décret n° 2004-1255 du 24 novembre 2004 pris en application des articles L. 214-5 et L. 214-43 à L. 214-49 du code monétaire et financier et relatif aux fonds communs de créances.

85. Article 3du reglement n°94-01 de la cob, homologue -- par l'arrete du 9 mars 1994, jo du 25 mars 1994.

86.Securitization Law in Korea, "Mortgage-backed".

87. Commodity exchange act. 1974.

88.Securities Exchange Act of 1934.

89.Securities Exchange Act of 1933.

90.A specific law dealing with securitization in Japan, "Law on the Securitization of Specified Assets by a Special Purpose Company" (the "SPC Law") was amended and issued on May 31, 2000. Under the amendment, the SPC Law was renamed "The Law on the Securitization of Assets" (the "New SPC Law") and the law has been effective since November 30, 2000.

## ٨- مواقع على شبكة المعلومات الدولية يمكن الرجوع إليها :

- http://www.cma.gov.eg/cma/jtags/arabic/default.jsp
- http://www.egyptse.com/index_a.asp
- http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic
- http://www.mistnews.com/payment_login.asp
- http://www.isda.org/
- http://www.sec.gov/index.ht
- www.DGINDexes.com/mdsidx/?event
- http://stockcharts.com/charts/historical/
- http://www.vinodkothari.com/secedit.htm
- http://www.nyse.com/m
- http://books.google.com/books/cambridge?id=tYW3aE16qfMC&printsec=toc&vq=Manipulation+on+Trial
- http://www.project-ndicate.org/commentary/hadas_lebel5/Arabic

- http://www.aljaredah.com/paper.php?source=akbar&page=5

# فهرست الرسالة


| | رقم الصفحة |
|---|---|
| مقدمة البحث | ١ |
| **فصل تمهيدى : تطور سوق الأوراق المالية فى مصر** | |
| **المبحث الأول : دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي** | ٨ |
| المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية | ٩ |
| المطلب الثاني : أسواق الأوراق المالية | ١٢ |
| **المبحث الثانى : مرحلة نشأة سوق الأوراق المالية** | ١٨ |
| المبحث الثالث : مرحلتي التحول الإشتراكى والانفتاح الاقتصادي. | ٢٧ |
| المبحث الرابع : مرحلة الإصلاح الاقتصادي . | ٤٠ |
| **الباب الأول : الأوراق المالية المتداولة فى السوق المصرى** | |
| **الفصـــل الأول : الأسهم والأدوات المالية الحديثة بالسوق المصرى** | |
| **المبحث الأول : الأســـهم Stocks** | ٥٩ |
| المطلب الأول : مفهوم الأسهم وخصائصها | ٥٩ |
| المطلب الثاني : أنـــــــــواع الأسهـــــــم | ٦٦ |
| **المبحث الثانى : حصص التأسيس** | ٧٥ |
| **المبحث الثالث : وثائق الاستثمار** | ٧٨ |
| **المطلب الأول : صناديق الاستثمار** | ٧٩ |
| **المطلب الثاني : وثائق الاستثمار** | ٨٥ |
| **المبحث الرابع : صكوك التمويل ذات العائد المتغير** | ٩٦ |
| المطلب الأول : مفهوم صكوك التمويل | ٩٧ |
| المطلب الثاني : الطبيعة القانونية لصكوك التمويل | ٩٨ |
| المطلب الثالث : مبررات إصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير | ٩٩ |
| المطلب الرابع : خصائص صكوك التمويل | ١٠٢ |
| المطلب الخامس : شروط إصدار صكوك التمويل | ١٠٥ |
| المطلب السادس: مقارنة بين صكوك التمويل وصكوك الاستثمار | ١٠٨ |
| **المبحث الرابع : شهادات ( وثائق ) المؤشرات** | ١١٠ |
| المطلب الأول : مزايا المؤشرات وكيفية بناؤها | ١١١ |
| المطلب الثاني : مؤشرات البورصات العالمية | ١١٤ |

| | رقم الصفحة |
|---|---|
| المطلب الثالث : وثائق المؤشرات | ١٢٣ |
| المبحث الخامس : شهادات الايداع | ١٢٧ |
| المطلب الأول : تعريف وأنواع شهادات الايداع | ١٢٧ |
| المطلب الثاني : خصائص شهادات الايداع | ١٢٩ |
| المطلب الثالث : شهادات الايداع للشركات المصرية | ١٣٢ |
| **الفصل الثانى : السندات وأثرها فى تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية** | |
| المبحث الأول : مفهوم السندات وخصائها وأهميتها الاقتصادية | ١٣٩ |
| **المبحث الثاني : أنواع السندات** | ١٤٤ |
| **المبحث الثالث : طرق وتداول السندات الحكومية في الأسواق العالمية** | ١٦٠ |
| **المطلب الأول : أساسيات إصدار السندات** | ١٦٠ |
| **المطلب الثانى : طرق إصدار السندات الحكومية** | ١٦١ |
| **المطلب الثالث : آليات تداول السندات فى السوق الثانوى** | ١٧١ |
| **المبحث الرابع : توصيف سوق السندات فى مصر** | ١٧٣ |
| **المطلب الأول : الأحكام العامة والقواعد المنظمة لسوق إصدار السندات** | ١٧٣ |
| **المطلب الثانى : واقع سوق إصدار السندات فى مصر** | ١٨٢ |
| **المطلب الثالث : قواعد تداول السندات فى السوق الثانوى المصرى** | ١٨٦ |
| المبحث الخامس : مقترحات لتنشيط سوق السندات | ١٩٢ |
| **الباب الثانى : التوريق وأثره على تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية** | |
| **الفصل الأول : أساسيات عمليات التوريق** | |
| **المبحث الأول : مفهوم التوريق وأهميته** | ٢٠٥ |
| **المطلب الأول : مفهوم التوريق** | ٢٠٥ |
| **المطلب الثانى : أهمية التوريق** | ٢١٣ |
| **المبحث الثانى : مخاطر وإدارة مخاطر عملية التوريق** | ٢٢٥ |
| **المبحث الثالث : أطراف عملية التوريق** | ٢٣١ |
| **المبحث الرابع : تحسين الجدارة الائتمانية Credit Enhancement** | ٢٤٥ |
| **المطلب الأول : وسائل تحسين الجدارة الائتمانية الداخلية :** | ٢٤٥ |
| **المطلب الثانى : وسائل تحسين الجدارة الائتمانية الخارجية :** | ٢٤٩ |
| **الفصل الثانى أنواع وطرق ومتطلبات نجاح عملية التوريق** | |
| المبحث الأول : أنواع التوريق | ٢٥٢ |

| | رقم الصفحة |
|---|---|
| المطلب الأول : التوريق المستند بالأوراق التجارية | ٢٥٢ |
| المطلب الثانى : التوريق من خلال إصدار سندات مضمونة برهون عقارية | ٢٥٥ |
| المطلب الثالث : الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية | ٢٥٦ |
| المطلب الرابع : السندات المدفوع من خلالها التدفقات النقدية للقروض العقارية | ٢٦٠ |
| المطلب الخامس : أنواع أخرى من التوريق | ٢٦٤ |
| **المبحث الثانى : طرق نقل الأصول من المنشىء إلى المصدر** | ٢٦٧ |
| المطلب الأول : نقل الأصول المالية بحوالة الحق | ٢٦٨ |
| المطلب الثاني : نقل الأصول المالية عن طريق التجديد | ٢٧٨ |
| المطلب الثالث: نقل الأصول المالية من خلال المشاركة الجزئية | ٢٨١ |
| **المبحث الثالث : متطلبات نجاح عملية التوريق** | ٢٨٥ |
| المطلب الأول : إبعاد خطر الإفلاس عن المصدر | ٢٨٥ |
| المطلب الثاني : وضع معيار لاعتبار نقل الأصول بيعاً حقيقياً | ٢٨٨ |
| المطلب الثالث : تبسيط إجراءات التنفيذ على الأصول الضامنة | ٢٩٢ |
| **الفصل الثالث : تجارب الدول فى تطبيق عمليات التوريق** | |
| **المبحث الأول : تجربة فرنسا** | ٢٩٩ |
| **المبحث الثانى: تجربة شيلى وماليزيا وكوريا** | ٣٠٦ |
| المطلب الأول : شيلى | ٣٠٦ |
| المطلب الثانى : تجربة ماليزيا | ٣٠٧ |
| المطلب الثالث : تجربة كوريا | ٣٠٩ |
| **المبحث الثالث : نشاط التوريق فى الدول العربية** | ٣١١ |
| المطلب الأول : تجربة لبنـــان | ٣١٢ |
| المطلب الثانى : تجربة جمهورية السودان | ٣١٤ |
| المطلب الثالث : السوق الأردني للرهن العقاري | ٣١٦ |
| **المبحث الرابع : نشاط التوريق فى مصر** | ٣١٧ |
| المطلب الأول : القوانين المنظمة لعملية التوريق | ٣١٧ |
| المطلب الثاني : الأطراف الرئيسية فى عملية التوريق فى مصر | ٣٢١ |
| المطلب الثالث : الجهات الرقابية لعملية التوريق فى مصر | ٣٢٨ |
| المطلب الرابع : تطبيق عمليات التوريق فى مصر | ٣٣٣ |
| **نتائج دراسة عمليات التوريق** | ٣٤٣ |

رقم الصفحة


**الباب الثالث : عقود الخيارات وسوق الأوراق المالية المصرية**

**الفصل الأول : عقود الخيارات والأدوات المشتقة الأخرى**

**المبحث الأول : التعريف بالمشتقات المالية ومزاياها** ٣٥٢

المطلب الأول : التعريف بالمشتقات المالية ونشأتها التاريخية ٣٥٢

المطلب الثاني : نشأة عقود المشتقات المالية ٣٥٤

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر استخدام المشتقات المالية ٣٥٦

**المبحث الثانى : نشأت عقود الخيارات** وماهيتها وأهدافها ٣٦٤

المطلب الأول: التطور التاريخي لعقود الخيارات : The history of Options ٣٦٤

المطلب الثاني : ماهية عقود الخيارات Options Contracts ٣٦٦

المطلب الثالث : أغـــراض عقـــود الخيـــارات ٣٧٠

**المبحث الثالث : عقود الخيارات والأدوات المشتقة الأخرى** ٣٧٢

المطلب الأول : عقود الخيارات والعقود المستقبلية ٣٧٢

**المطلب الثاني : التفرقة بين عقود الخيارات وعقود المبادلات** ٣٧٧

**الفصل الثاني : أنواع عقود الخيار واستراتيجياتها في إدارة المخاطر**

**المبحث الأول : أنواع عقود الخيارات الرئيسية** ٣٨٨

المطلب الأول : عقد خيار الشراء : Call Option ٣٨٨

المطلب الثاني : عقد خيار البيع Put Option ٣٩٣

المطلب الثالث: الخيارات الأمريكية والخيارات الأوربية ٣٩٧

المطلب الرابع : انواع الخيارات من حيث ربحيتها ٣٩٩

**المبحث الثاني : استراتيجيات عقود الخيار** ٤٠٢

المطلب الأول : عقود خيارات الانحياز للسوق ( أو الوقوف علي طرف واحد ) ٤٠٢

المطلب الثاني : عقد خيار الخنق Strangle ٤٠٧

المطلب الثالث : عقود الخيار المرجحة لارتفاع أو انخفاض الأسعار ٤١٠

المطلب الرابع : عقود خيار الفراشة A butter fly spread ٤١٥

المطلب الخامس : عقود الخيار المزدوجة Condor/Ratio Spread ٤١٩

**الفصل الثالث : ( اسواق الخيارات في حالة الحركة ) التنظيم الفني لاسواق الخيارات**

**المبحث الاول : بورصات الخيارات** ٤٢٥

رقم الصفحة


المطلب الأول : انواع اسواق الخيارات ٤٢٥
المطلب الثانى : الأصول المالية محل عقود الخيارات ٤٢٨
**المبحث الثانى : تداول الخيارات** ٤٤٠
المطلب الأول : عضوية المنظمة "البورصة" Membership of Exchange ٤٤٠
المطلب الثانى: أنواع المتداولون Types of Traders ٤٤٢
المطلب الثالث : أنواع أخرى من المتداولين Other Traders ٤٥٢
**المبحث الثالث : أنوع الأوامر وتكلفة المعاملات والتداول الإليكترونى** ٤٥٦
**المطلب الأول : أنواع الأوامر** Types of Orders ٤٥٦
**المطلب الثانى : التداول الالكترونى** Electronic Trading ٤٦٣
**المطلب الثالث : تكلفة المعاملات** Transaction Costs ٤٦٥
**المبحث الرابع : تقاص عمليات الخيارات** ٤٦٩
**المطلب الأول : جهة المقاصة ( بيت المقاصة )** Clearing House ٤٦٩
**المطلب الثانى : آلية عمل مؤسسة تقاص الخيارات** (OCC) ٤٧١
**المطلب الثالث : نظام الهامش فى أسواق الخيارات** ٤٧٤
**المبحث الخامس : طرق تسعير أو تقييم الخيارات** ٤٨٣
**المطلب الأول : القيم الذاتية (أو الحقيقية) والقيم الزمنية** ٤٨٣
**المطلب الثانى : نموذج "بلاك – شولز" لتقييم الخيارات** ٤٨٦
**الفصل الرابع : عقود الخيار فى حالة السكون الجوانب القانونية لعقود الخيار** ٤٩١
**المبحث الأول : شروط إبرام عقود الخيارات** ٤٩١
المطلب الأول : أهلية إبرام عقود الخيار ٤٩٣
المطلب الثانى : تنفيذ عمليات الخيارات داخل البورصات ٤٩٥
**المطلب الثالث : شكل العقد ومحله** ٥٠٤
**المبحث الثانى : ممارسة عقود الخيارات** ٥٠٤
المطلب الأول : شروط ممارسة عقود الخيار ٥٠٧
المطلب الثانى : البدائل المتاحة للمشترى فى ممارسة الحق ٥١٣
**المبحث الثالث : القواعد المنظمة للتعامل فى أسواق الخيارات** ٥١٣
المطلب الأول : النظم التشريعية للأوراق المالية ٥١٦
**المطلب الثانى : الأشخاص المسئولة عن تنفيذ التشريعات** ٥٢٠
**المطلب الثالث : الممارسات غير القانونية فى أسواق الخيارات**

رقم الصفحة

**الفصل الخامس : نظام خيارات العاملين لتملك أسهم الشركات**


| | |
|---|---|
| **المبحث الأول : الإطار القانونى لخيارات العاملين** | ٥٣٣ |
| المطلب الأول : المقصود بخيارات العاملين ومزاياها : | ٥٣٣ |
| المطلب الثانى : شروط إصدار خيارات العاملين | ٥٣٦ |
| المطلب الثالث : المقارنة بين الخيار العام وخيار العاملين : | ٥٤٠ |
| **المبحث الثانى : التنظيم الفنى لخيارات العاملين** | ٥٤٢ |
| المطلب الأول : تسعير عقود خيارات العاملين | ٥٤٢ |
| المطلب الثانى : طرق التمويل | ٥٤٣ |
| المطلب الثالث : استغلال المعلومات غير المعلنة | ٥٤٥ |
| **المطلب الرابع : موقف المشرع المصرى من خيارات العاملين** | ٥٤٨ |
| **المبحث الثالث : حقوق الشراء الخيارية التى تصدرها الشركات** | ٥٥٢ |
| المطلب الأول : تعريف حقوق الشراء الخيارية | ٥٥٢ |
| المطلب الثانى : التمييز بين خيارات الشراء وحقوق الشراء الخيارية | ٥٥٣ |
| المطلب الثالث : مميزات حقوق الشراء الخيارية الصادرة عن الشركات المصدرة | ٥٥٤ |
| المطلب الرابع : تقييم حقوق الشراء الخيارية للشركة المصدرة | ٥٥٦ |
| المطلب الخامس : المشرع المصرى وحقوق الشراء الخيارية للشركات المصدرة | ٥٥٨ |
| **نتائج دراسة خيارات العاملين** | ٥٦٠ |
| **خلاصة ونتائج الباب الثالث** | ٥٦٢ |
| **خاتمة البحث** | ٥٦٩ |
| **ملاحق البحث** | ٥٨٥ |
| **مراجع البحث** | ٦٠٥ |
| **الفهرس** | ٦٢٩ |

# مستخلص الرسالة

تنشيط سوق الأوراق المالية فى مصر ، يمثل ضرورة ملحة فى الوقت الحالى ، ويحظى باهتمام المؤسسات العاملة فى المجال والمتخصصين ، ونتيجة لذلك فقد آثرت أن أقوم ببحث الأدوات والسياسات المستحدثة فى أسواق الأوراق المالية ، بالرغم من صعوبة الموضوع .

وتناول البحث نبذة عن تطور سوق الأوراق المالية المصرية فى فصل تمهيدى ، وتعرضنا للأدوات المتداولة بالسوق المصرية فى الباب الأول مع التركيز على السندات حيث تمثل الأساس لدراسة أداة تم إدخالها فى السوق المصرية فى أواخر عام ١٩٩٥ م وهى توريق الأصول المالية ، والتى تناولنها فى الباب الثانى ، اما الباب الثالث فقد عالجنا فيه المشتقات المالية مع التركيز على عقود الخيارات باعتبارها القاسم المشترك لجميع الأدوات المالية المشتقة .

وانتهينا إلى مجموعة من المقترحات تهدف إلى تنشيط سوق السندات وتفعيل عمليات التوريق ، وأيضاً تصلح لتكون الأساس التشريعى لتنظيم الأدوات المشتقة فى سوق الأوراق المالية المصرية ، مستفدين من النظم المقارنة والتى تطبق هذه الأدوات منذ فترات طويلة .