



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد خيضر - بسكرة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الإقتصادية



## مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة-

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و تمويل

إشراف الأستاذ الدكتور:

مفتاح صالح

إعداد الطالب:

قط سليم

### لجنة المناقشة

- أ.د/ داودي الطيب..... أستاذ - رئيسا - جامعة بسكرة  
أ.د/ مفتاح صالح..... أستاذ - مقرا - جامعة بسكرة  
د/ نصبه مسعودة..... أستاذ محاضر-أ-ممتحناً- جامعة بسكرة  
د/ عثمانى أحسين..... أستاذ محاضر-أ-ممتحناً- جامعة أم البواقي  
د/ حميدة مختار..... أستاذ محاضر-أ-ممتحناً- جامعة الجلفة  
د/ شربي محمد الأمين..... أستاذ محاضر-أ-ممتحناً- جامعة ورقلة

السنة الجامعية

2016 - 2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ  
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ  
الَّذِي يُرْسِلُ الرِّيَّاحَ  
تُبْرِئُ السُّقُومَ وَيُنزِلُ  
الْمَاءَ مِنَ السَّمَاءِ  
فَيُخْرِجُ بِهِ الْحَيَاةَ  
مِنَ الْمَوْتِ وَأِنَّ رَبَّهُ  
لَسَدِيدٌ إِلَىٰ عَرْشِهِ  
الرَّحِيمُ

# الإهداء

إلى أبي و أمي حبا و طاعة و إجلالا

إلى زوجتي سندي في الحياة و إبنني محمد منذر الذي لم  
يدعني و لم يدع كتبي بشغبه منذ أن وقف على قدميه  
حفظه الله

إلى إخواني و أخواتي احتراماً و تقديراً

إلى كل من علمني حرفاً فصرت له عبداً

إلى كل طلبتي الذين درستهم لعلمهم يجدون ضالتهم في  
هذا البحث

إلى بلدي و أممي الإسلامية لعل الله ينفعهم بنا

أهدي هذا العمل المتواضع...

# الشكر و العرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء  
والمرسلين نبينا محمد و على آله وصحبه أجمعين أما بعد  
فإن الشكر لله الذي نَوَّرَ بصيرتي وفتق عقلي وأنار طريقي لإتمام  
هذه الرسالة فهو عز وجل أحق بالشكر والثناء  
وبعد ذلك أتوجه بالشكر والتقدير إلى أستاذي المشرف على هذه  
الرسالة الأستاذ الدكتور مفتاح صالح حيث بفضل الله ثم  
بفضل جهده المتواصل وتوجيهاته السديدة والقيمة ورحابة  
صدره وطول صبره أثناء فترة البحث تم إنجاز هذا العمل فله منا  
فائق التقدير وبالغ الاحترام  
كما أتقدم بالشكر لكل من الأستاذ مزاهدية رفيق و هبال عبد  
النور و بن ضيف محمد عدنان و بالجبل محمد خالد على  
مساعدهم لي فلهم مني جزيل الشكر  
إلى كل من مدَّ يد المساعدة من أساتذتي الكرام وزملائي الأعزاء  
على ما قدموه لي من معونة.

## الملخص :

شهدت أسواق الأوراق المالية في كل دول العالم عولمة مالية كبيرة ، و من مميزات هذه العولمة المالية درجة الترابط الكبير بين معظم أسواق الأوراق المالية ، إذ أصبحت كل الأسواق و كأنها سوق واحدة عالمية مفتوحة لكل المتعاملين، كما شهدت أسواق الأوراق المالية تطورات في الصناعة المالية و إبتكرات من خلال الهندسة المالية ، لكن هذه الإبتكرات كانت لها أيجابيات و سلبيات ، إذ كانت في غالب الأحيان السبب المباشر أو غير المباشر في الكثير من الأزمات المالية المعاصرة ، مما فتح الباب أمام ظهور المعاملات المالية الإسلامية التي أثبتت متانتها و قوتها في معالجة الأزمات و إيجاد حلول تمويلية و إستثمارية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، و خير دليل على ذلك هو تبنيتها من طرف كثير من الدول غير الإسلامية ، إلا أن الصناعة المالية الإسلامية أمام تحدي التطور و الإبتكار في ظل القيود الشرعية أو ما يمكن أن نسميه الهندسة المالية الإسلامية التي تسمح بتوفير الحلول التمويلية و الإستثمارية وفق القيود الشرعية.

إن من الإبتكرات المالية المعروفة اليوم و منذ حوالي من قرن في أسواق الأوراق المالية المعاصرة هي المؤشرات المالية التي أصبحت أداة لقياس أداء أسواق الأوراق المالية ، كما تم إنشاء مؤشر مالي إسلامي يتم التعامل به في أسواق الأوراق المالية الإسلامية مثل ماليزيا و أسواق الأوراق المالية معاصرة ، و من هذه المؤشرات مؤشر داو جونز العالمي الوضعي و مؤشر داو جونز العالمي الإسلامي.

و إنطلاقا مما سبق جاءت دراستنا بعنوان " مفاضلة الإستثمار بين أسواق الأوراق المالية المعاصرة و أسواق الأوراق المالية الإسلامي - دراسة مقارنة- " و التي إعتدنا فيها على أداء مؤشر داو جونز العالمي الوضعي و الإسلامي للمفاضلة بين الإستثمار في السوقين ، و ذلك من خلال الإجابة على التساؤل التالي : من الأقدر على توفير عائد جيدة و أقل مخاطر ، سوق الأوراق المالية المعاصرة أم سوق الأوراق المالية الإسلامية ؟ و للإجابة على هذه الإشكالية إقترحنا مجموعة من الفرضيات و توصلنا من خلال الدراسة أن كل من أسواق الاوراق المالية المعاصرة و الإسلامية توفر فرصا إستثمارية متنوعة ، قد تحقق عوائد جيدة و مخاطر أقل و هذا حسب المتغيرات الإقتصادية السائدة في الإقتصاد ، إلا أن جوهر الإختلاف بين أسواق الأوراق المالية المعاصرة و الإسلامية هي الضوابط الشرعية ، كما ان سوق الأوراق المالية الإسلامية هي الأكثر إستقرارا من حيث العائد و الأقل مخاطرة.

**الكلمات المفتاحية:** أسواق الأوراق المالية ، الهندسة المالية ، المعاملات المالية الإسلامية ، الهندسة المالية الإسلامية ، المؤشرات المالية ، الأوراق المالية.

## **Abstract:**

The securities markets all over the world have witnessed a significant financial globalization. The financial globalization is characterized by a great degree of connection between most of the securities markets. All such markets have turned to be as one open world market for all traders. The securities markets as well have witnessed several developments in the financial industry and innovations through the financial engineering. However, these innovations have had pros and cons and in most cases they were the direct or indirect cause of various contemporary financial crises. Thereby the door has been broadly open for emergence of Islamic financial transactions that have demonstrated durability and strength in addressing the crises and finding financing and investment solutions in conformity with the Islamic Sharia Regulations. The best evidence is their being adopted by many non-Islamic countries. However, the Islamic financial industry is face to face with the challenging developments and innovations under the Sharia restrictions or what may be called the Islamic Financial Engineering that paves the way for provision of financing and investment solutions pursuant to the Sharia restrictions .

The financial indices is one of the well-known inventions currently and since a century , it has become a tool of measuring stock markets. Also, an Islamic financial index was established to be dealt with in Islamic stock markets like Malaysia and the modern non-Islamic stock markets, one of these indices is the "Dow Jones" index, and "Dow Jones" global Islamic index.

Proceeding from this, our study came along titled " The Investment Differentiation Between Modern Stock Markets And Islamic Stock Markets - A Comparative Study" in which we relied on the performance of "Dow Jones" global Islamic index to differentiate between the investment in both markets through answering this question: which stock market is more capable of providing an investment climate with good returns and less risks, the modern stock market or the Islamic stock market ? to answer this problem, we suggested a bunch of hypothesis, and we deduced through the study that both Islamic and modern stock markets provide various investment opportunities able to realize good returns and less risks, and this is according to the prevailing economic variables in economy. However, the essence of the difference between modern and Islamic stock markets is the Islamic shariah .

## **Key Words:**

Securities Markets, Financial Engineering, Islamic Financial Transactions, Islamic Financial Engineering, Financial Indices, Stocks.

## **Résumé:**

Les marchés des valeurs mobilières ont vu dans tout le monde une mondialisation financière majeure, parmi les avantages de cette mondialisation financière, le degré de la grande liaison entre la plupart des marchés boursiers, comme tous les marchés sont devenus comme un seul marché mondial ouvert pour tous les concessionnaires, les marchés boursiers ont aussi assisté à l'évolution de l'industrie financière et des inventions grâce à l'ingénierie financière, mais ces inventions avait ses avantages et ses inconvénients, comme ce fut souvent la cause directe ou indirecte dans un grand nombre de crises financières contemporaines, ouvrant ainsi la porte à l'émergence des transactions financières islamiques qui a prouvé sa fiabilité et sa résistance face aux crises offrant des solutions de financement et d'investissement en conformité avec les dispositions de la loi islamique, et la meilleure preuve c'est qu'elles sont adoptées par de nombreux pays non-musulmans, cependant l'industrie de la finance islamique confronte le défi du développement et de l'innovation à la lumière des restrictions légitimes ou ce que nous pourrions appeler l'ingénierie financière islamique qui permet de fournir des solutions et des investissements financiers en conformité avec les restrictions de charia.

parmi Les innovations financières aujourd'hui connues il ya environ un siècle dans les marchés des valeurs mobilières contemporains sont les indicateurs financiers qui sont devenus un outil pour mesurer la performance des marchés boursiers, comme cela a été la création d'un indice financier islamique utilisé dans des bourses islamiques, comme la Malaisie et marchés de valeurs mobilières contemporains non- islamique comme Dow Jones, on cite a ce propos l'indice mondial Dow Jones normal et son homologue Islamic.

Et sur la base de ce qui précède est venu notre étude intitulée «investissement entre les titres contemporains et valeurs mobilières islamiques marchés - étude de comparaison-" en essayant de répondre a la Question suivante: Qui est mieux en mesure de fournir le climat d'investissement aux bons taux de rendement et moins de risque, le marché boursier conventionnel ou un marché islamique contemporaine de stock? Et pour répondre à ce problème, nous avons établi un ensemble d'hypothèses et nous avons conclu à travers l'étude que chacune des valeurs mobilières contemporains et les marchés islamiques offrent des opportunités d'investissement variés, de bons rendements et moins de risque éventuellement selon les variables économiques qui prévalent dans l'économie, mais l'essence de la différence entre les marchés à titres islamiques et ceux contemporains est lq conformité à la charia.

**Mots clés:** marchés des valeurs mobilières, l'ingénierie financière, la finance islamique, ingénierie financière islamique, les indicateurs financiers, les valeurs mobilières.

## فهرس المحتويات

I	الإهداد.....
II	شكر و عرفان.....
III	الملخص باللغة العربية.....
IV	الملخص باللغة الإنجليزية.....
V	الملخص باللغة الفرنسية.....
[XVI-VI]	فهرس المحتويات .....
XVII	فهرس الجداول.....
XVIII	فهرس الأشكال.....
XIX	فهرس الملاحق.....
[أ-ك]	المقدمة العامة.....

### [67-2] الفصل الأول : الإطار النظري لسوق الأوراق المالية المعاصرة

2	تمهيد.....
3	المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية المعاصرة ومتطلباتها....
3	المطلب الأول : تعريف سوق الأوراق المالية المعاصرة وتطورها التاريخي.....
3	الفرع الأول : تعريف سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
4	الفرع الثاني : التطور التاريخي لنشأة سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
8	المطلب الثاني : تقسيمات سوق الأوراق المالية. المعاصرة.....
10	الفرع الأول : السوق الأولية.....
11	الفرع الثاني : السوق الثانوية أو سوق تداول الأوراق المالية.....
14	الفرع الثالث : الأسواق الآجلة.....
15	المطلب الثالث : الأركان الأساسية لسوق الأوراق المالية المعاصرة .....
15	الفرع الأول : الأوراق المالية.....
15	الفرع الثاني : الوحدات الاستهلاكية و الوحدات الإنتاجية.....
16	الفرع الثالث : الوسطاء الماليون والمؤسسات المالية.....
20	الفرع الرابع : أطراف أخرى في السوق المالية.....
22	المطلب الرابع : متطلبات قيام سوق الأوراق المالية المعاصرة.....

25	المبحث الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية ووظائفها وآليات التعامل بها.
25	المطلب الأول : أهمية سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
26	المطلب الثاني : وظائف سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
26	الفرع الأول : تأمين السيولة.....
27	الفرع الثاني : مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.....
27	الفرع الثالث : تمويل خطط التنمية الاقتصادية.....
28	الفرع الرابع : تعبئة المدخرات.....
29	الفرع الخامس: سوق الأوراق المالية مرآة النشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ
30	الفرع السادس : تحويل الخطر و الانتظار.....
31	المطلب الثالث: إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
31	الفرع الأول : أوامر سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
35	الفرع الثاني : تكاليف تنفيذ الأمر وتسوية الصفقات.....
38	المطلب الرابع : عمليات سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
38	الفرع الأول : العمليات العاجلة.....
39	الفرع الثاني : العمليات الأجلة.....
39	الفرع الثالث : عمليات المضاربة.....
41	المبحث الثالث : مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
41	المطلب الأول : مؤشرات سوق الأوراق المالية ، تعريفها ، أهميتها ، العوامل المؤثرة فيها.....
41	الفرع الأول : تعريف المؤشرات.....
41	الفرع الثاني : أهمية وجود مؤشرات للسوق.....
43	الفرع الثالث : العوامل المؤثرة في مؤشرات السوق.....
43	المطلب الثاني : أسس بناء أو تكوين المؤشرات.....
43	الفرع الأول :حجم العينة.....
44	الفرع الثاني : الإلتساع.....
44	الفرع الثالث :الأوزان النسبية.....
44	الفرع الرابع :المصدر.....
44	المطلب الثالث : طرق حساب مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة.....
44	الفرع الأول : المؤشر المرجح ( الموزون ) بالأسعار.....

46	..... الفرع الثاني : المؤشر المرجح ( الموزون ) بالقيمة السوقية.....
47	..... الفرع الثالث : المؤشر المرجح ( الموزون ) الأسعار المتساوية.....
48	..... الفرع الرابع : المؤشر المرجح (الموزون) بالأسعار النسبية.....
49	..... الفرع الخامس : مؤشرات ورتبة السندات.....
50	..... <b>المطلب الرابع : أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.....</b>
50	..... الفرع الأول :مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأمريكية.....
52	..... الفرع الثاني :بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأوربية.....
53	..... الفرع الثالث :مؤشرات بعض الدول آسيا.....
53	..... الفرع الرابع :مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية.....
55	..... <b>المبحث الرابع: كفاءة أسواق الأوراق المالية و مستوياتها.....</b>
55	..... <b>المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية المعاصرة.....</b>
55	..... الفرع الأول : المفهوم الكفاءة.....
56	..... الفرع الثاني : شروط السوق الكاملة.....
57	..... <b>المطلب الثاني : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية المعاصرة.....</b>
58	..... الفرع الأول : كفاءة التسعير.....
58	..... الفرع الثاني : كفاءة التشغيل.....
58	..... <b>المطلب الثالث : مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية المعاصرة.....</b>
58	..... الفرع الأول : فرضية الصيغة الضعيفة.....
59	..... الفرع الثاني : فرضية الصيغة المتوسطة ( شبه قوية ).....
60	..... الفرع الثالث: فرضية الصيغة القوية.....
60	..... الفرع الرابع: العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق.....
62	..... <b>المطلب الرابع: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات.....</b>
62	..... الفرع الأول: تعريف المعلومة.....
62	..... الفرع الثاني: أنواع المعلومات و مصادرها.....
63	..... الفرع الثالث : ردة فعل السوق الكفاء للمعلومات الجديدة.....
67	..... <b>خلاصة الفصل</b>

69	تمهيد.....
70	المبحث الأول : مفهوم الإستثمار و محدداته و أهدافه من المنظور الوضعي.....
70	المطلب الأول : ماهية الاستثمار.....
70	الفرع الأول : تعريف الاستثمار.....
71	الفرع الثاني : المفاهيم القريبة للاستثمار.....
73	الفرع الثالث : خصائص الإستثمار.....
74	المطلب الثاني : محددات الإستثمار وأهدافه.....
74	الفرع الأول : محددات الإستثمار.....
76	الفرع الثاني : أهداف الإستثمار.....
78	المبحث الثاني : ماهية الأسهم.....
78	المطلب الأول : تعريف الأسهم.....
79	المطلب الثاني : خصائص الأسهم وحقوق حملتها.....
79	الفرع الأول : خصائص الأسهم.....
80	الفرع الثاني : حقوق حملة الأسهم.....
81	المطلب الثالث : أنواع الأسهم.....
81	الفرع الأول: أنواع الأسهم حسب طريقة تداولها.....
81	الفرع الثاني : أنواع الأسهم بحسب طبيعة الحصة المساهم بها.....
83	الفرع الثالث : أنواع الأسهم حسب استهلاكها أو عدمه.....
83	الفرع الرابع: أنواعها بالنظر إلى المنح أو عدمه.....
84	الفرع الخامس : أنواع الأسهم بحسب الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه.....
84	المطلب الرابع: الأسهم العادية.....
85	الفرع الأول: ماهية الأسهم العادية.....
85	الفرع الثاني: حقوق أصحاب الأسهم العادية.....
86	الفرع الثالث: الاتجاهات الحديثة في الأسهم العادية.....
89	المطلب الخامس: الأسهم الممتازة (الأوراق المالية المهجنة).....

89	..... الفرع الأول: تعريف الأسهم الممتازة.
90	..... الفرع الثاني: مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتاز بالنسبة للشركة المصدرة.
91	..... الفرع الثالث: الإتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة.
92	..... الفرع الرابع: مختلف قيم الأسهم.
96	..... <b>المبحث الثالث : خصائص السندات و أنواعها.</b>
96	..... <b>المطلب الأول : تعريف السندات</b>
97	..... <b>المطلب الثاني : خصائص السندات مقارنة مع الأسهم.</b>
99	..... <b>المطلب الثالث : أنواع السندات</b>
99	..... الفرع الأول: أنواع السندات حسب جهة الإصدار.
101	..... الفرع الثاني: أنواع السندات حسب شكل إصدار السند.
101	..... الفرع الثالث: أنواع السندات بحسب تاريخ إستحقاقها.
102	..... الفرع الرابع: أنواع السندات حسب الضمان.
103	..... الفرع الخامس: أنواع السندات حسب قابلية التحويل.
103	..... الفرع السادس: أنواع السندات حسب قابلية الاستدعاء.
103	..... الفرع السابع: أنواع السندات حسب العوائد.
107	..... <b>المبحث الرابع : المشتقات المالية.</b>
107	..... <b>المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية.</b>
108	..... <b>المطلب الثاني : عقود الخيارات</b>
108	..... الفرع الأول : ماهية الخيارات المالية.
110	..... الفرع الثاني : أنواع عقود الخيار.
111	..... الفرع الثالث: آلية عمل عقود الخيار.
116	..... <b>المطلب الثاني: العقود المالية المستقبلية والآجلة.</b>
116	..... الفرع الأول : العقود المستقبلية
117	..... الفرع الثاني : خصائص العقود المستقبلية وأنواعها.
119	..... الفرع الثالث : التسوية اليومية وحساب الهامش.
120	..... الفرع الرابع : العقود الآجلة.
122	..... <b>المطلب الثالث: عقود المبادلة.</b>
122	..... الفرع الأول: تعريف عقود المبادلة.
123	..... الفرع الثاني: أسباب تطور واستخدام عقود المبادلة.

124	..... الفرع الثالث: مثال حول مقايضة أسعار الفائدة.....
126	..... خلاصة الفصل

### [175-129] الفصل الثالث: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية

129	..... تمهيد
130	المبحث الأول: المقومات الشرعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية
130	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية و تطورها التاريخي..
130	الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
131	الفرع الثاني: تاريخ إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية.....
133	المطلب الثاني: ضرورة إيجاد سوق للأوراق المالية الإسلامية.....
133	الفرع الأول: الممارسات والأخلاقية في الأسواق التقليدية.....
135	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
137	المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
138	المبحث الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية و آليات عملها....
138	المطلب الأول: الرقابة القانونية و الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية.
138	الفرع الأول: الرقابة القانونية للسوق.....
139	الفرع الثاني: الرقابة الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.....
142	المطلب الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
142	الفرع الأول: السمسرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
146	الفرع الثاني: المضاربة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
148	الفرع الثالث: تسعير الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
150	الفرع الرابع: أوامر سوق في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
152	الفرع الخامس: مؤشرات السوق في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
155	المبحث الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
155	المطلب الأول: العمليات العاجلة (الفورية) في سوق الأوراق المالية الإسلامية
155	الفرع الأول: تعريف العمليات العاجلة.....
156	الفرع الثاني: أنواع العمليات العاجلة.....
158	الفرع الثالث: حكم العمليات العاجلة حسب نوعها.....
161	المطلب الثاني: العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....

161	..... الفرع الأول: تعريف العمليات الآجلة.
161	..... الفرع الثاني: أنواع العمليات الآجلة.
163	..... الفرع الثالث: موقف الفقه من العمليات الآجلة القطعية.
166	<b>المبحث الرابع: الهندسة المالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية</b>
166	..... <b>المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية و أسباب تطورها.</b>
166	..... الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية.
167	..... الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية و أسباب تطورها.
168	..... <b>المطلب الثاني: تعريف الهندسة المالية الإسلامية ، خصائصها و أهميتها.</b>
168	..... الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية و تطورها التاريخي.
169	..... الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.
170	..... الفرع الثالث: ضرورة وجود هندسة مالية إسلامية.
171	..... <b>المطلب الثالث: تحديات الهندسة المالية الإسلامية و مناهج تطويرها.</b>
171	..... الفرع الأول: التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية.
173	..... الفرع الثاني: منهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية.
175	..... <b>خلاصة الفصل</b>

[235-178]

## الفصل الرابع: أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية

### الإسلامية

178	..... تمهيد.
179	..... <b>المبحث الأول : الإستثمار من المنظور الإسلامي.</b>
179	..... <b>المطلب الأول : ماهية الإستثمار من وجهة نظر الإقتصاد الإسلامي.</b>
181	..... <b>المطلب الثاني : دوافع الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي.</b>
181	..... الفرع الأول : مقصد الحفاظ على المال وتنميته.
182	..... الفرع الثاني : الحفاظ على ديمومة تداول المال.
182	..... الفرع الثالث : تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والمجتمع.
183	..... <b>المطلب الثالث: ضوابط الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي.</b>
183	..... الفرع الأول : الضوابط العقائدية.
185	..... الفرع الثاني : الضوابط والقيم الأخلاقية.
185	..... الفرع الثالث : الضوابط الإقتصادية للإستثمار في الإقتصاد الإسلامي.

188	..... المبحث الثاني: الأسهم في سوق الأوراق المالية الإسلامية
188	..... المطلب الأول: حكم شركات المساهمة في الاقتصاد الإسلامي
188	..... الفرع الأول: الشركة في الاقتصاد الإسلامي
189	..... الفرع الثاني: شركة المساهمة وموقف الفقه منها
195	..... المطلب الثاني: حكم إصدار الأسهم و ضوابطها الشرعية
195	..... الفرع الأول: حكم إصدار الأسهم: (تقسيم رأس مال الشركة)
197	..... الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم
199	..... الفرع الثالث: حكم تداول الأسهم شرعا
200	..... المطلب الثالث: المنظور الإسلامي لأنواع الأسهم
200	..... الفرع الأول: أنواع الأسهم حسب شكلها القانوني
201	..... الفرع الثاني: أنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة المدفوعة
203	..... الفرع الثالث: أنواع الأسهم حسب الحقوق التي تمنحها لصاحبها
204	..... الفرع الرابع: أنواع الأسهم حسب استهلاكها و استرداد قيمتها
206	المبحث الثالث : البدائل الشرعية للسندات في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
206	..... المطلب الأول: مفهوم السندات و أحكامها الشرعية
206	..... الفرع الأول : مفهوم السندات.....
207	..... الفرع الثاني: المنظور الإسلامي للسندات.....
210	..... المطلب الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية.....
210	..... الفرع الأول: لمحة تاريخية عن نشأة الصكوك الإسلامية.....
211	..... الفرع الثاني : تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها
213	..... المطلب الثالث : أهمية الصكوك الإسلامية.....
213	..... الفرع الأول : أهميتها بالنسبة للمصدر الأصلي.....
214	..... الفرع الثاني : أهميتها بالنسبة للمستثمر.....
214	..... الفرع الثالث: أهميتها بالنسبة لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
215	..... الفرع الرابع : أهميتها بالنسبة للاقتصاد الوطني.....
216	المبحث الرابع : أنواع الصكوك و المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
216	..... المطلب الأول : الصكوك الإسلامية القائمة على أساس المشاركة.....

216	..... الفرع الأول : صكوك المقارضة.
219	..... الفرع الثاني : صكوك المشاركة.
222	..... الفرع الثالث: صكوك المزارعة.
223	..... <b>المطلب الثاني : الصكوك الإسلامية القائمة على أساس البيع.</b>
223	..... الفرع الأول: صكوك السلم.
224	..... الفرع الثاني : صكوك الإستصناع.
224	..... الفرع الثالث : صكوك المراجعة.
226	..... <b>المطلب الثالث : الصكوك الإسلامية القائمة على أساس الإجارة.</b>
226	..... الفرع الأول :الإجارة لغة و إصطلاحا.
227	..... الفرع الثاني : مشروعية الإجارة وشروط صحتها.
228	..... الفرع الثالث : أنواع صكوك الإجارة.
229	..... <b>المطلب الرابع : المشتقات المالية الإسلامية.</b>
230	..... الفرع الأول : عقود الخيارات.
232	..... الفرع الثاني :العقود الآجلة.
233	..... الفرع الثالث : العقود المستقبلية.
235	..... خلاصة الفصل

## [294-238] الفصل الخامس : مفاضلة الاستثمار بمؤشر داو جونز الوضعي

### والإسلامي بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و الإسلامية

238	..... تمهيد.
239	..... <b>المبحث الأول : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف</b>
	..... <b>التأكد.</b>
239	..... <b>المطلب الأول: أنواع الإستثمار.</b>
239	..... الفرع الأول: أنواع الإستثمار من حيث مجالاتها.
241	..... الفرع الثاني : أنواع الإستثمار من حيث المدة الزمنية.
241	..... الفرع الثالث : أنواع الإستثمار من حيث القائم بالإستثمار.
243	..... الفرع الرابع : أنواع الإستثمارات وفق التخصيص القطاعي.
243	..... <b>المطلب الثاني: تقنيات المفاضلة بين الاستثمارات في ظل ظروف التأكد.</b>
244	..... الفرع الأول: التقنيات التي لا تعتمد على معدل الخصم.

246	..... الفرع الثاني: التقنيات التي تعتمد على معدل الخصم.....
250	المبحث الثاني : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف عدم التأكد.....
250	المطلب الأول: نموذج تسعير الأموال الرأسمالية.....
250	الفرع الأول: نشأة ومفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....
251	الفرع الثاني: أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).....
252	الفرع الثالث: فرضيات نموذج (CAPM).....
253	الفرع الرابع: المكونات الأساسية لنموذج (CAPM).....
256	الفرع الخامس: معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).....
257	الفرع السادس: خط سوق رأس المال CML.....
258	الفرع السابع: خط الأوراق المالية (SML).....
259	المطلب الثاني : المخاطرة والعوائد.....
259	الفرع الأول : مفهوم المخاطرة وأنواعها.....
261	الفرع الثاني : مفهوم العائد وأنواعه.....
263	الفرع الثالث : العلاقة بين المخاطرة أو العوائد.....
265	المبحث الثالث : نظرة عامة عن مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي العالميين.....
265	المطلب الأول : نظرة عامة عن مؤشر داو جونز الوضعي ( التقليدي ).....
265	الفرع الأول : نبذة تاريخية عن مؤشر داو جونز الوضعي.....
267	الفرع الثاني: الشركات المكونة للمؤشرين 1896 و إلى غاية اليوم.....
268	الفرع الثالث : المؤشرات الفرعية لمؤشر داو جونز العالمي والقطاعات الاقتصادية التي يمثلها.....
271	الفرع الرابع : طريقة حساب مؤشر داو جونز العالمي.....
272	المطلب الثاني : نظرة عامة حول مؤشر داو جونز الإسلامي.....
272	الفرع الأول : أسباب ظهور مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
274	الفرع الثاني: نبذة عن مؤشر داو جونز الإسلامي.....
277	الفرع الثالث: البلدان التي يتداول فيها مؤشر داو جونز الإسلامي.....
278	الفرع الرابع: المؤشرات الفرعية للمؤشر العالمي داو جونز الإسلامي.....

280	المبحث الرابع: تقدير العائد والمخاطر لمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي.....
280	المطلب الأول: مصادر الحصول على المعلومات ووسائل معالجتها.....
281	المطلب الثاني: المتغيرات المستخدمة في الدراسة.....
281	الفرع الأول: المتغيرات المستقلة و الثابتة.....
281	الفرع الثاني: المتغيرات التابعة.....
281	الفرع الثالث: النموذج الاحصائي المستخدم في الدراسة.....
283	المطلب الثالث : الخصائص الإحصائية الوصفية ومصفوفة الارتباط.....
283	الفرع الأول: الخصائص الإحصائية الوصفية.....
284	الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط.....
286	المطلب الرابع:تحليل حركة الأسعار مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي مقارنة بأسعار مؤشر السوق العالمية (mswi).....
289	المطلب الخامس: نموذج إختبار مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي.....
289	الفرع الأول: نموذج اختبار داو جونز الوضعي.....
290	الفرع الثاني: نموذج اختبار داو جونز الإسلامي.....
291	الفرع الثالث: مقارنة بين نموذج داو جونز الوضعي والإسلامي.....
294	خلاصة الفصل.....
[305–297]	الخاتمة العامة.....
[320–307]	قائمة المراجع.....
322	الملحق.....

## فهرس الجداول

37	الجدول رقم(01) حساب العميل عند السمسار في عملية الشراء بالهامش.....
37	الجدول رقم (02) وضعية حساب العميل عند السمسار في حالة تراجع أسعار السوق.....
45	الجدول رقم(03) حساب مؤشر السوق المرجح بالأسعار.....
45	الجدول رقم(04) حساب مؤشر السوق المرجح بالأسعار الجديدة (بعد الزيادة).....
48	الجدول رقم(05) حساب مؤشر السوق المرجح بالأوزان المتساوية.....
49	الجدول رقم(06) حساب مؤشر السوق المرجح بالأسعار النسبية.....
267	الجدول رقم(07) يوضح شركات المكونة لمؤشر داو جونز منذ 1896.....
270	الجدول رقم(08) البلدان التي تتداول بمؤشر داو جونز الوضعي.....
278	الجدول رقم(09) البلدان التي تتداول بمؤشر داو جونز الإسلامي.....
283	الجدول رقم (10) الخصائص الإحصائية للنموذج.....
285	الجدول رقم (11) مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج.....

## فهرس الأشكال

- 09 ..... الشكل رقم (01) تقسيمات الأسواق المالية.
- 29 ..... الشكل رقم (02) دور سوق الأوراق المالية في الجمع بين القطاعات المقرضة والمقتضة.
- 61 ..... الشكل رقم (03) العلاقة من صيغ الكفاءة الثلاثة.
- 64 ..... الشكل رقم (04) دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية.
- 65 ..... الشكل رقم (05) ردة فعل السوق في ظل فرضية السوق الكفاءة.
- 95 ..... الشكل رقم (06) يمثل الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المعاصرة.
- 106 ..... الشكل رقم (07) تقييم السندات.
- 113 ..... الشكل رقم (08) أرباح و خسائر مشتري خيار الشراء.
- 113 ..... الشكل رقم (09) خسائر و أرباح بائع الخيار.
- 114 ..... الشكل رقم (10) خسائر و أرباح مشتري الخيار.
- 115 ..... الشكل رقم (11) خسائر و أرباح محرر الخيار.
- 264 ..... الشكل رقم (12) أنواع المستثمرين حسب درجة تحملهم للمخاطرة.
- 255 ..... الشكل رقم (13) يوضح الحالات المختلفة لقيمة معامل  $\beta$  والعلاقة بين عائد السوق وعائد الأصل الإستثماري (i).
- 257 ..... الشكل رقم (14) خط سوق رأس المال.
- 259 ..... الشكل رقم (15) يمثل خط الأوراق المالية (SML).
- 286 ..... الشكل رقم (16) يوضح التغير في أسعار مؤشر داو جونز الوضعي (2007-2012)...
- 287 ..... الشكل رقم (17) يوضح التغير في أسعار مؤشر داو جونز الإسلامي (2007-2012) ..
- 287 ..... الشكل رقم (18) يوضح التغير في أسعار مؤشر مرقان ستانلي العالمي (2007-2012).
- 292 ..... الشكل رقم (19) يوضح مدى الإستقرار في سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الوضعي....
- 292 ..... الشكل رقم (20) يوضح مدى الإستقرار في سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي ...
- 293 ..... الشكل رقم (21) يوضح مدى الإستقرار في سلسلة عوائد مؤشر مرقان ستانلي العالمي ...

322	جدول يوضح التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012.....
-----	--

# المقدمة العامة

مع الإنتشار السريع لظاهرة العولمة و التطور الكبير الذي لحق بالأسواق الأوراق المالية و تعميم مفاهيم الإفتتاح الإقتصادي ، ظهر دور رأس المال بشكل جلي كعنصر جوهري و فعال تتمحور حوله كافة مفاهيم العولمة و الإفتتاح الإقتصادي ، حتى إرتبط تحقيق التنمية الإقتصادية إرتباطا وثيقا بوجوده

وتمثل الأسواق الأوراق المالية قاعدة رئيسية و متطلب أساسي من متطلبات النمو الإقتصادي ، إذ لا يمكن لأي إقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذا السوق ، فهي تسير تداول الأوراق المالية المعبرة عن ملكية الأصول ، وهي الوسيلة الفعالة لتحريك المدخرات إلى قنوات الإستثمار ، وبقدر كفاءة هذه الوظيفة وملائمة الأوراق المالية لحاجات السوق بقدر ما يفعل تخصيص الموارد ، مما يجعل تحريك الموارد من مختلف الإستخدامات رشيدا وخصوصا إذا ما تم ترشيد تحريك الموارد على أساس الأرباح و توقعاتها المستقبلية .

وتعتبر أسواق الأوراق المالية بحكم وظائفها الإقتصادية صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد و المؤسسات، فهي تعتبر السوق الطبيعي التي تلتقي فيها مصلحة المشروعات التي تسعى دوما وراء رأس المال لتنمو و تتطور ، ومصلحة الأفراد الذين يرغبون في إستثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال من الأسهم في المشروعات الإقتصادية المختلفة .

كما أن أسواق الأوراق المالية إنعكاسا لتغير النظم المالية و الإقتصادية للدولة ، و يمكن أن تأثر على التنمية الإقتصادية تأثيرا إيجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية و التوزيع الكفاء لهذه المدخرات على مختلف الإستثمارات ، لذلك تزايد الإهتمام بدراسة سبل تنمية أسواق الأوراق المالية لإيجاد روافد مستمرة تمكن من عملية الإستثمار بشكل ملائم وكفاء فأسواق الأوراق المالية هي من أهم منافذ الإستثمار المالي بالنسبة للإقتصاد التقليدي أو الوضعي المعاصر .

إلا أنه في السنوات العشرة الأخيرة من القرن الماضي وبداية القرن الحالي ، ومع تكرار الأزمات المالية على مستوى هذه الأسواق على غرار الأزمة المالية العالمية الأخيرة و التي أدت إلى إنحيار العديد من الشركات وتراجع أرباح الكثير من المستثمرين في هذه الأسواق نتيجة للمعاملات غير الأخلاقية و التي لا تتوافق مع ضوابط و أحكام الشريعة الإسلامية ، تحولت الأنظار إلى هذه الأحكام الشرعية وقدرتها على ضبط المعاملات الإقتصادية و المالية التي لا تقوم على الربا ، وكذلك قدرتها على التقليل أو تجنب الخسائر الكبيرة ، أصبح

الإستثمار في هذه الأسواق الإسلامية الوجهة الجديدة أو الملاذ الأمان للمستثمرين الماليين ، و أصبحت لأسواق الأوراق المالية الإسلامية دورا مهما في الحياة الإقتصادية لا غنى عنها

ومن جهة أخرى ونظرا لأن الإقتصاد الإسلامي إقتصاد مشاركة ، فإن الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات ، قائمة عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال و المشاركة في الأرباح ومخاطرها ، وتعتبر أدوات أسواق الأوراق المالية من هذه الأوعية الإستثمارية ، فهي متلائمة مع ضوابط الشريعة الإسلامية و الإقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته

إن نجاح أسواق الأوراق المالية الإسلامية يعتمد أساسا على التنوع في الفرص الإستثمارية التي يوفرها للمستثمرين، و يعود هذا التنوع في فرص الإستثمار إلى التنوع في أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، لذلك يجب أن يكون لسوق الأوراق المالية الإسلامية أدوات إستثمارية خاصة به ، و ذلك من خلال إبتكار أدوات مالية جديدة غير الموجودة في أسواق الأوراق المالية المعاصرة مثل الصكوك الإسلامية التي هي في الحقيقة بدائل للسندات في أسواق الأوراق المالية المعاصرة ، وكذلك أدوات مالية تقليدية مكيفة تكييفاً شرعياً لكي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية حتى يمكن تداولها في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

### I. إشكالية البحث

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة و أساسية في أولويات الدراسة الإقتصادية المالية و المصرفية وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي شاهدها المجتمعات المتقدمة، هذه التطورات صاحبها تطورا ماثلا في مجال دراسة الإستثمار بجانبه العيني و المالي ، وبعد أن أصبحت مصادر التمويل الإستثماري غير مقتصرة على المصادر المحلية التقليدية نتيجة تطور وإستحداث أدوات و آليات وشبكة من المعلومات و الإتصالات الإستثمارية في الأسواق العالمية ، أتاحت فرصا ومزايا إستثمارية لم تكن متاحة في السابق .

إذ تلعب أسواق الأوراق المالية بصفة عامة و الإسلامية بصفة خاصة منها دورا محوريا هاما في توفير فرص الإستثمار المميزة و الهامة ، وهي تعتمد في هذه الوظيفة على مجموعة من الأدوات الإستثمارية هذا من المنظور العام ، أما من منظور أسواق الأوراق المالية الإسلامية فهي تحتاج إلى أدوات استثمارية خاصة تلي جانب الحداثة و التطور في مفهوم الإستثمار ، وفي نفس الوقت تخضع لضوابط ومقومات الشريعة الإسلامية .

## المقدمة العامة

ومن خلال ما تقدم فإنه من الضروري البحث وتحليل طبيعة العمل في هذه الأسواق و الوظائف التي تقوم بها و الركائز الأساسية لهذا العمل ، من تنوع الأدوات و العمليات التي تجري فيها ، وذلك بالتركيز على الأدوات الإستثمارية من خلال التعرف عليها من المنظور الإسلامي و كذلك من المنظور الاقتصادي التقليدي .

ومن هذا المنطلق يمكن صياغة إشكالتنا كما يلي :

من هي السوق المناسبة لتوفير مناخ استثمار بمعدلات عائد جيدة و بأقل مخاطر ، سوق الأوراق المالية المعاصرة أم سوق الأوراق المالية الإسلامية ؟

وإنطلاقاً من هذا التساؤل الرئيسي سنحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية :

- 1- ما هي طبيعة الأدوات الإستثمارية المالية التي يوفرها سوق الأوراق المالية المعاصرة ، وما هي نظيرتها في أسواق الأوراق المالية الإسلامي ومدى توافق أدواتها المالية مع الضوابط الشرعية و التطورات المالية الحديثة ؟
- 2- ما هي إمكانية تحقيق أرباح مالية في أسواق الأوراق المالية المعاصرة و أسواق الأوراق المالية الإسلامية ؟ و ما هو مقدار التفاوت الموجود بين السوقين ؟
- 3- ما هي المخاطر التي تنطوي عليها أسواق الأوراق المالية المعاصرة، و كذلك بالنسبة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية ؟
- 4- كيف ساهمت الهندسة المالية الإسلامية في تنوع المنتجات المالية الإسلامية مقارنة بنظيرتها في أسواق الأوراق المالية المعاصرة؟

## II. فرضيات البحث

سيعتمد هذا البحث على عدة فرضيات هي :

- 1- أدوات الإستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة متعددة و متنوعة مقارنة بالأدوات المالية المتوفرة على مستوى أسواق الأوراق المالية الإسلامية.
- 2- يمكن تحقيق أرباح جيدة ومعتبرة في أسواق الأوراق المالية المعاصرة إلا أن الأرباح في أسواق الأوراق المالية الإسلامية تعتبر معتدلة .

- 3- مخاطر الإستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة كبيرة نوعا ما نظرا لطبيعة أدوات الإستثمار فيها أما المخاطر في أسواق الأوراق المالية الإسلامية أقل لإعتمادها على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة.
- 4- تساهم الهندسة المالية الإسلامية من خلال منهج الأصل و الابتكار أو منهج المحاكاة و التقليد في تزويد أسواق الأوراق المالية الإسلامية بمشتقات مالية إسلامية جديدة.

### III. أهمية الموضوع

تكمن أهمية الموضوع في ما يلي :

- 1- يستمد الموضوع أهميته من الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية ، و المساهمة في تمويل الإقتصاد و إتاحة فرص للإستثمار و تحقيق عوائد مالية.
- 2- كما تبرز أهمية الموضوع في المكانة المهمة التي أصبح يحتلها سوق الأوراق المالية الإسلامية في العالم اليوم وخاصة بعد تعدد الأزمات المالية العالمية في السنوات الأخيرة ، و ذلك بمحاولة إخراج سوق الأوراق المالية الإسلامية من الإطار النظري إلى الإطار العملي الكمي من خلال دراسة الأرقام و الإحصائيات
- 3- أهمية الموضوع مستمدة من أهمية العملية الإستثمارية في حد ذاتها و التي تعبر عن النشاط الاقتصادي في إقتصاد ما ، كما يعتبر الإستثمار من الواجبات المطالب بها المسلم من أجل إعمار الأرض و تنمية المجتمع الإسلامي و هذا من خلال إستثمار المال الزائد عن الحاجة ، و محاربة الإكتناز في الإسلام.
- 4- إن التطور الذي عرفته أسواق الأوراق المالية المعاصرة كبير إلى درجة أن أصبحت أسواق الأوراق المالية المقياس الذي يعتمد عليه في تحديد مدى تطور الإقتصاديات ، من هنا تأتي أهمية الموضوع في إظهار مكانة سوق الأوراق المالية الإسلامية في تقييم أداء الإقتصاد و خاصة أنها أصبحت تقارب أسواق الأوراق المالية المعاصرة من حيث التطور على غرار سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

### IV. أسباب إختيار الموضوع

يعود إختيار البحث في هذا الموضوع لعدة أسباب منها :

- 1- يدخل هذا البحث في هذا الموضوع في صميم التخصص و هو نقود و تمويل و رغبة منا في البحث في مواضيع الإقتصاد و التمويل الإسلامي .

- 2- النقص في الإحاطة بالجوانب المختلفة التي يتناولها الموضوع من خلال الدراسات السابقة بشكل مفصل ودقيق إذ أن أغلبها دراسات نظرية فقط .
- 3- حداثة البحث في موضوع أسواق الأوراق المالية الإسلامية خصوصا و البحث في الإقتصاد الإسلامي عموما ، و هذا ما ألهمنا للبحث في هذا الموضوع.
- 4- معرفة موقع أسواق الأوراق المالية الإسلامية من الأسواق المالية العالمية ، ومدى مساهمته في النشاط المالي الدولي
- 5- رغبة منا في المساهمة لإثراء المواضيع التي تهتم بالدراسات المقارنة بين أسواق الأوراق المالية المعاصرة و أسواق الأوراق المالية الإسلامية ، سواء كان ذلك من الجانب النظري أو الجانب الكمي الذي هو في حاجة إلى دراسات أكثر عمقا و دقة ، لتأكيد و دعم الدراسات النظرية لأسواق الأوراق المالية الإسلامية.

## V . أهداف الدراسة

إننا نسعى من وراء هذا البحث للوصول إلى الأهداف التالية :

- 1- التعريف بسوق الأوراق المالية المعاصرة و الإسلامية
- 2- التعرف على العملية الإستثمارية ومحدداتها و عوائدها ومخاطرها في سوق الأوراق المالية المعاصرة ومن ثم سوق الأوراق المالية الإسلامية .
- 3- إبراز أهمية السوقين في المشاركة في تمويل العمليات الإستثمارية في الإقتصاد و تحقيق التنمية الإقتصادية
- 4- إبراز حجم الإستثمار الواقع في سوق الأوراق المالية المعاصرة وكذا في سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- 5- تقييم تجربة إقامة مؤشرات مالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية و مقارنتها بالمؤشرات في سوق الأوراق المالية المعاصرة التي ظهرت قبل المؤشرات الإسلامية بحوالي قرن من الزمن.

## VI. منهج البحث

من أجل الإجابة على إشكالية البحث وإثبات صحة الفرضيات أو نفيها سيتم الاعتماد على مناهج تساعد على تحقيق هذا البحث و إنجازها كما يلي:

المنهج التاريخي : وذلك من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية و التسلسلات الزمنية لبعض المراحل التي تستوجب ذلك مثل تطور وظهور سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية كل على حدى ، أو ظهور المؤشرات و تاريخ تطورها ، كذلك الأمر بالنسبة للمشتقات المالية.

المنهج الوصفي التحليلي : وذلك من أجل وصف العملية الإستثمارية في سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية ، كما يمكننا المنهج من وصف و تحليل الإستثمار بالأدوات المالية و كيفية تكيف الأدوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية المعاصرة لكي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المنهج الإحصائي الرياضي : يتم إستخدام هذا المنهج من أجل تحليل الإحصائيات المتعلقة بتطور القيم اليومية مؤشر داو جونز للمدة الممتدة من 2007 إلى غاية 2012 ، حتى نتمكن من إعداد النموذج الرياضي لتحليل و تقييم أداء مؤشر داو جونز في سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية ، و ذلك بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية { CAPM }

## VII. الدراسات السابقة

أسواق الأوراق المالية الإسلامية من المواضيع الإقتصادية الحديثة العهد مقارنة بسوق الأوراق المالية المعاصرة، كذلك موضوع الإستثمار في أسواق الأوراق المالية الإسلامية من المواضيع الحديثة التي لم تنل حظها الكافي من الدراسات ، و بخاصة من طرف الباحثين المسلمين المطالبون بالبحث و توسيع المعارف في مجال أسواق الأوراق المالية الإسلامية لحاجة البلدان العربية و المسلمة لهذه الأسواق ، من أجل خلق أسواق للأوراق المالية الإسلامية تكون مستقل قدر الإمكان عن أسواق الأوراق المالية المعاصرة ، لذلك فإن الدراسات التي إستطاع الباحث الحصول عليها كانت في معظمها حول أسس و مبادئ قيام أسواق الأوراق المالية الإسلامية و كيفية عملها و الأحكام الفقهية لمعاملتها ، ومن هذه الدراسات مايلي :

## المقدمة العامة

➤ دراسة الشيخ الدكتور محمد الأمين ولد عالي ، حيث أن هذه الدراسة عبارة عن رسالة دكتوراه بعنوان "التنظيم الفقهي و التنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية ، وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية" جامعة بيروت الإسلامية ، 2010 ، ونجد أن هذه الرسالة تكلمت عن سوق الأوراق المالية المعاصرة و مقارنتها بالسوق الإسلامية ، كما تم التطرق فيها للبدائل الشرعية و الحكم الشرعي للأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المعاصرة و مدى الاستفادة منها في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، مع الأخذ سوق الأوراق المالية الماليزية و البحرينية كمثال تطبيقي ، و لم نجد في هذه الدراسة أي مقارنة بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية و لا مقارنة لعملية الإستثمار بين السوقيين .

➤ دراسة الدكتور نصابة مسعودة هذه الدراسة عبارة عن رسالة دكتوراه بعنوان " نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا أنموذجا " جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2013/2012 ، هذه الرسالة درست الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي ، كذلك تطرقت للأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي من أسهم و صكوك إسلامية و مشتقات مالية ، بالإضافة لإجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي كذلك التطرق لدراسة تطبيقية من خلال دراسة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، و لم تتعرض الدراسة لعملية الإستثمار كدراسة مقارنة في سوق الأوراق المالية المعاصرة أو الإسلامية .

➤ دراسة الدكتور كفاف شافية و التي هي عبارة على أطروحة دكتوراه معنونة بي : " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية " ( دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية ) ، جامعة فرحات عباس سطيف 2014/2013 ، حيث تم التطرق فيها إلى المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية من حيث المفهوم و المهام و المكونات ، بالإضافة إلى تنظيم و إدارة السوق مع عرض التجربة الماليزية و البحرينية و سوق دبي المالي الإسلامي ، كما تم التطرق لدور الأسهم و الصكوك في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية مع عرض تجربة الكويت في ذلك ، و في الأخير تناولت الدراسة دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية مع دراسة حالة السعودية ، إلا أن الدراسة لم تتطرق لدراسة مقارنة أو مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية .

➤ دراسة الدكتور عطيه فياض بعنوان "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ( دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي و القانون الوضعي)" تناولت هذه الدراسة بالتفصيل أسواق الأوراق المالية من

## المقدمة العامة

حيث التعريف و التنظيم و الأعضاء و كل ذلك من الجانب الوضعي و من جانب الفقه الإسلامي ثم عرج الباحث على الأوراق المالية و أنواعها و موقف الفقه الإسلامي منها بإسهاب مغني و كافي لإزالة كل غموض حول الموضوع ، كما تطرق الباحث لنظم التعامل في سوق الأوراق المالية و التكييف الفقهي لكل من العمليات العاجلة و العمليات الأجلة ، و ختم الدراسة بآثار عمليات البورصة في القانون الوضعي و الإسلامي، و نلاحظ أن هذه الدراسة قامت بمقارنة أدوات الإستثمار في السوقين ، و كذا مقارنة العمليات و نظم التعامل في السوق الوضعي و الإسلامي.

➤ دراسة الدكتور مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان و التي جاءت بعنوان " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة " الجزء الثاني ، تضمنت هذه الدراسة بابا تمهيديا لعرض حقيقة الأسواق المالية حيث جاء فيه تعريف الأسواق المالية و نشأتها و أنواع الأسواق المالية ، أما الباب الأول تناول فيه الباحث الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية و أحكامها الفقهية ، من أسهم و سندات و كذلك الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد مثل أدونات الخزينة و الكمبيالات و سند لأمر و الشهادات المصرفية، مع التطرق دائما للحكم الفقهي لهذه الأدوات ، و الباب الثاني جاء فيه إجراءات التعامل في الأسواق المالية المعاصرة و أحكامها الفقهية من خلال التطرق لأعضاء السوق و الحكم الفقهي ، كذلك أوامر البيع و الشراء و أحكامها الفقهية ، ثم طرق التسعير و طرق التداول في السوق و أحكامها الفقهية ، أما الباب الثالث كان مخصص لكل أنواع عقود المعاملات و أحكامها الفقهية.

➤ دراسة الدكتور محمد صبري هارون بعنوان " أحكام الأسواق المالية الأسهم و السندات ، ضوابط الإنتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي " تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى مفهوم السوق المالية و مكانتها في الإسلام ، كما تعرض الباحث لضوابط قيام السوق المالية الإسلامية ، ثم الأحكام المتعلقة بالأسهم و السندات و إمكانية تطوير أدوات مالية إسلامية في الأسواق المالية الإسلامية .

➤ دراسة محمد غزال بعنوان " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية : دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية " مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس سطيف 2013/2012 ، جاء في هذه الدراسة الإطار النظري لسوق الأوراق المالية من خلال ماهية السوق و الأدوات المالية المتداولة و وظائف سوق الأوراق المالية ، كذلك الفعالية الإقتصادية لسوق الأوراق المالية

، ثم تطرق الباحث للصكوك الإسلامية و ضوابطها الشرعية و أهميتها الاقتصادية ، و في الأخير عرض الباحث دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق المال الماليزية كدراسة تطبيقية.

## VIII. موقع البحث من الدراسات السابقة

من الدراسات السابقة التي إستطاع الباحث الوقوف عليها ، نلاحظ أنها تطرقت لعملية الإستثمار في أسواق الأوراق المالية الإسلامية من جهة الأدوات و الآليات بشكل نظري أكثر من الجانب الكمي لإظهار نتائج عملية الإستثمار في أسواق الأوراق المالية الإسلامية لتأكيد فعالية الإستثمار و نجاعته في أسواق الأوراق المالية الإسلامية ، و منه نلاحظ أن موضوع المفاضلة بين العملية الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية المعاصرة و أسواق الأوراق المالية الإسلامية لم تأخذ حقها في البحث و الدراسة من أجل إظهار أهمية السوقين في الإقتصاد وأيهما أفدر على توفير مناخ إستثماري جيد في الإقتصاد .

ومنه تأتي دراستنا لتضيف هذا البحث للأبحاث السابقة إذ أن دراستنا هي تكملة للدراسات السابقة و نحاول من خلالها إضافة عنصر المقارنة و المفاضلة بين العملية الإستثمارية في أسواق الأوراق المالية المعاصرة و أسواق الأوراق المالية الإسلامية ، و ذلك بطريقة كمية إحصائية محاولتنا لتأكيد الدراسات النظرية في مجال الإستثمار في أسواق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة مع الأسواق المعاصرة لمعرفة هل لأسواق الأوراق المالية الإسلامية القدرة على الإندماج و خلق موقع مناسب لها في الإقتصاد العالمي.

## IX. خطة وهيكل البحث

للإجابة على الإشكالية المطروحة في بحثنا و كذلك لإثبات صحة الفرضيات من عدمها و التوصل لنتائج الدراسة، إعتدنا على خطة علمية لمادة البحث مقسمة إلى خمسة فصول جاءت كمايلي :

الفصل الأول بعنوان **الإطار النظري لسوق الأوراق المالية المعاصرة** ، وجاء فيه أربعة مباحث حيث تناولنا في المبحث الأول ماهية سوق الأوراق المالية المعاصرة و الذي تضمن تعريف سوق الأوراق المالية المعاصرة و تقسيماتها و متطلبات قيامها ، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى أهمية سوق الأوراق المالية ووظائفها و آليات عملها ، و إحتوى على أهمية سوق الأوراق المالية و وظائفها و إجراءات التعامل في السوق ، و المبحث الثالث مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة الذي درسنا فيه تعريف المؤشرات و العوامل المؤثرة في مؤشرات السوق و أسس بناء أو تكوين المؤشرات بالإضافة إلى طرق حساب المؤشرات ، و المبحث الرابع كفاءة أسواق الأوراق المالية الذي جاء فيه الصيغ الثلاثة لمستويات الكفاءة و علاقة كفاءة السوق بالمعلومات.

الفصل الثاني المعنون **بأدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة** ، و إحتوى على المباحث التالية : أما الأول فهو الإطار النظري للإستثمار من المنظور الوضعي و تم التطرق لتعريف الإستثمار و أهدافه و محدداته ، المبحث الثاني ماهية الأسهام بالتطرق لتعريف الأسهام و خصائص الأسهام و أنواعها ، أما المبحث الثالث جاء مخصص ماهية السندات من خلال تعرف السندات و خصائصها و أنواعها ، و المبحث الرابع لدراسة المشتقات المالية و الذي درسنا فيه ، ماهية المشتقات المالية و أنواع المشتقات المالية من عقود الخيارات ، و العقود المستقبلية و الاجلة ثم العقود المبادلة.

الفصل الثالث المعنون **بالإطار النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية** ، و جاء في هذا الفصل أربعة مباحث منها ، المبحث الأول: مقومات الشرعية لقيام سوق لأوراق المالية الإسلامية و فيه تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية و تطورها التاريخي و كذلك ضرورة إيجاد سوق للأوراق المالية الإسلامية و أهميتها ، المبحث الثاني: التنظيم الفقهي و القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية و آليات عملها و تطرقنا فيه للرقابة القانونية و الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية و آليات عملها المبحث الثالث من هذا الفصل جاء حول عمليات سوق الأوراق المالية وتكييفها الشرعي ، إذ تطرقنا لكل العمليات التي تتم في اسوق الأوراق المالية المعاصرة و تكييفها الفقهي لمعرفة إمكانية الاستفادة منها في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، و المبحث الرابع هو مخصص للهندسة المالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية ، و تطرقنا فيه لتعريف الهندسة المالية الإسلامية خصائصها، أهميتها و تحديات الهندسة المالية الإسلامية و أساليب تطويرها.

الفصل الرابع بعنوان **أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية** وفيه المباحث التالية : أما المبحث الأول حول الإستثمار من المنظور الإسلامي و ذلك من خلال التطرق لتعريفه و ضوابطه الشرعية و الإقتصادية و الإجتماعية و الأخلاقية ثم دوافعه و أهدافه ، المبحث الثاني: الأسهام في سوق الأوراق المالية الإسلامية و أحكامها الفقهية من خلال التطرق لكل أنواع الأسهام و أحكامها الفقهية و أحكام إصدار الأسهام و تداولها ، المبحث الثالث : البدائل الشرعية للسندات في سوق الأوراق المالية الإسلامية و جاء فيه الحكم الشرعي للسندات و التطرق للصكوك بإعتبارها البدائل الشرعية للسندات ، المبحث الرابع : أنواع الصكوك و المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية و خصص هذا المبحث لأنواع الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عقد الشراكة أو عقد البيع أو عقد الإجارة ، كذلك التكييف الشرعي للمشتقات المالية الوضعية و ما يقابلها كبديل إسلامي.

الفصل الخامس بعنوان مفاضلة الاستثمار بمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و الإسلامية ، و فيه أربعة مباحث ، المبحث الأول : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف التأكد تطرقنا لأنواع الإستثمار و معايير المفاضلة التي تعتمد على الخصم و كذلك المعايير التي لا تعتمد على الخصم ، أما المبحث الثاني : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف عدم التأكد جاء في المبحث التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية و فرضياته و المكونات الأساسية للنموذج مثل معامل بيتا و محفظة السوق و خط سوق رأس المال بإضافة للعلاقة بين العائد و المخاطر ، المبحث الثالث بعنوان نظرة عامة عن مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي العالميين ( نموذج CAPM ) و الذي جاء فيه النظرة العامة على مؤشر داو جونز العالمي الوضعي بالتطرق لتطوره التاريخي و الشركات المكونة للمؤشر منذ 1885 إلى غاية اليوم و المؤشرات الفرعية للمؤشر العالمي ، كذلك القطاعات التي يغطيها المؤشر ، و كيفية إحتساب المؤشر ، ثم تطرقنا لمؤشر داو جونز العالمي الإسلامي من خلال العوامل المساعدة على إنتشار التعامل بالمؤشر الإسلامي تم تطوره التاريخي و الشركات المكونة للمؤشر منذ 1999 إلى غاية اليوم و المؤشرات الفرعية للمؤشر العالمي ، كذلك القطاعات التي يغطيها المؤشر و دور المجلس الإستشاري الشرعي في إختيار الشركات المكونة للمؤشر الإسلامي ، اما المبحث الرابع درسنا فيه قياس العائد و المخاطر في كل من مؤشر داو جونز الوضعي و داو جونز الإسلامي .

في الأخير ختمنا البحث بخاتمة عامة جاء فيها نتائج الدراسة النظرية و التطبيقية و نتائج إختبار الفرضيات و في الأخير مجموعة من التوصيات و الإقتراحات و آفاق الدراسة

الفصل الأول الإطار النظري لسوق  
الأوراق المالية المعاصرة

## تمهيد

تعتبر استمرارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وتعظيم قدراته الإنتاجية و اتساع تأثير المنافسة ، و آلية السوق و تفعيل الأدوات الاستثمارية و تعبئة المدخرات و رفع كفاءة تخصيص و استخدام الموارد المتاحة ، سببا في تزايد أهمية أسواق الأوراق المالية التي أصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي ، الأمر الذي كان له الأثر المباشر أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر.

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم في التقريب بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها و بين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن أسواق الأوراق المالية تنقسم إلى أسواق أولية و ثانوية و لكل منها دورا خاصا متكاملا في ما بين السوقين ، حيث تعتبر سوق أوراق المالية المعاصرة بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين إذ يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق ، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال و في هذا السياق تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية المعاصرة و متطلباتها.

المبحث الثاني : أهمية سوق الأوراق المالية ووظائفها و آليات عملها .

المبحث الثالث : مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة.

المبحث الرابع : كفاءة أسواق الأوراق المالية و مستوياتها.

## المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية المعاصرة و متطلباتها

تحتل سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية دورا هاما خاصة بالنسبة للدول التي يتوفر لديها نظام مالي ومصرفي متطور نظرا لمكانتها في المعاملات المالية والمصرفية و تمويل المشروعات و إتاحة فرص لصغار و كبار المستثمرين ، ومنه سوف نتناول في هذا المبحث ماهية سوق الأوراق المالية من حيث التعريف بها و تطورها التاريخي ثم متطلبات قيام سوق الأوراق المالية المعاصرة بالإضافة إلى العناصر المشاركة فيها ، وفي الأخير تقسيمات سوق الأوراق المالية .

## المطلب الأول : تعريف سوق الأوراق المالية المعاصرة وتطورها التاريخي

حيث سوف يتم تقسيم هذا المطلب إلى ما يلي :

## الفرع الأول : تعريف سوق الأوراق المالية المعاصرة

تعرف سوق أوراق المالية المعاصرة بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق ، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال<sup>(1)</sup>

كما تعرف سوق الأوراق المالية "بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا و شراء وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية نحو القطاعات الاقتصادية التي تعاني من عجز مالي"<sup>(2)</sup>

ويمكن أن ندرج تعريفاً آخر لسوق الأوراق المالية حيث تعرف سوق الأوراق المالية "بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا و شراء ، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المتنوعة في المجتمع بما يساعد على تنمية الادخار و تشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي"<sup>(3)</sup>

وتعرف سوق أوراق المالية "بأنها عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس المال أو زيادته ، تماماً مثل أي نظام آخر ، إذ يحقق هذا النظام الأهداف المرجوة منه إذا استخدم في خلق مشاريع اقتصادية ذات جدوى اقتصادية مرتفعة ، ويمكن أن يكون هذا النظام ( السوق ) ضاراً للغاية إذا استخدم في غير ذلك أو لتحقيق الأرباح فقط من خلال عمليات تداول الأسهم والسندات ذات الأسعار غير العادلة ، وسوق الأوراق المالية

<sup>1</sup> - ماجد أحمد عط الله، إدارة الإستثمار ، دار أسامة ،الأردن،عمان ،2011، ط1، ص ،152

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي،الإسكندرية، 2007، ص ،21

<sup>3</sup> - علاء الدين أحمد جبر ، بورصة الأوراق المالية ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، القاهرة ، 2007 ، ص، 17 .

الكفاءة يساهم فيها المتعاملون بمختلف شرائحهم ، ويتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال بيع أو شراء بين مختلف القطاعات الاقتصادية وغيرها في المجتمع بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة<sup>(1)</sup> .

من خلال التعارف السابقة يمكن أن نخلص إلى أن

سوق الأوراق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق ، و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الاجتماع ، و لكن يشترط توفر قنوات الإتصال الفعالة بين المتعاملين بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة متماثلة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة ، و ليس شرطاً أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق فقط هم المالكين لهذه الأوراق المالية .

كما تجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية المعاصرة يطلق عليها كثير من التسميات المختلفة والتي تؤدي إلى نفس المعنى ، ومنها ، سوق القيم المنقولة ، البورصة ( تتعلق هذه التسمية خصوصاً بالسوق الثانوية لسوق الأوراق المالية ) .

### الفرع الثاني : التطور التاريخي لنشأة سوق الأوراق المالية المعاصرة

إن تتبعنا تاريخ سوق الأوراق المالية فإنه يكشف لنا أن نشأت هذه السوق وتطورها جاء انعكاساً للظروف و الاحتياجات المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها هذه الأسواق ، فنشأة تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته ، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء شركات ذات الفوائض المالية إذ سعت تلك الشركات إلى استثمار هذه الفوائض من خلال هذه الأسواق .

فمنذ حوالي أربعة آلاف عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل و الصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وأعمال الصيرفة ، بعد أن تطورت التجارة و ظهرت أشكال من التعامل المالي و النقدي و من أهمها بيوت المال و عمليات الإقراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من الأعمال المصرفية<sup>(2)</sup>

ومع تطور التجاري عند الرومان في القرن الخامس قبل الميلاد قاموا بإنشاء ( collagin marcaterum ) سوق مالية ، كما أن اليونانيين أنشؤا متجر المقايضات في آثينا ، كما كانت هناك أسواق

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، دار المسيرة عمان ، ط1 ، 2012 ، ص 36 .

<sup>2</sup> - عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء ط1، 2010، ص-ص، 114، 115

للعرب في الجاهلية ، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن ، و صيفية إلى الشام<sup>(1)</sup> وأشار القرآن الكريم إلى ذلك في سورة قريش المكية: ﴿لَا يَلْفِ قُرَيْشٍ ﴿١﴾ إِذْ لَفِيهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاءِ وَالصَّيْفِ ﴿٢﴾ فَلْيَعْبُدُوا رَبَّ هَذَا الْبَيْتِ ﴿٣﴾ الَّذِي أَطْعَمَهُمْ مِنْ جُوعٍ وَآمَنَهُمْ مِنْ خَوْفٍ ﴿٤﴾﴾<sup>(2)</sup>، كما كان للعرب في المدن الكبرى ، كبغداد والقيروان ، وقرطبة و سمرقند ، حي للتجار يعرف بالبازار يعرض فيه التجار أمتعتهم ويتفقون فيه على الأسعار<sup>(3)</sup>

إلا أنه بعد انهيار الإمبراطورية الرومانية كان لا بد من انتظار منتصف العصور الوسطى لكي تشهد إيطاليا مزيدا من التطور في العمليات المالية و التجارية ، و الذي تمثل في ظهور عقود المشاركة في تمويل الحملات التجارية عبر البحار ، حيث حتم هذا التطور و التوسع المستمر في الأنشطة التجارية و جود مركز أو سوق دائم تتم في داخله الأعمال والإيطاليون هم الذين أسسوا لأول مرة البورصة<sup>(4)</sup> .

وتعود كلمة بورصة (Bourse) إلى مصدرين أساسيين هما :

➤ من اسم أحد كبار التجار الأغنياء و كان اسمه (Ven Due Bourse) فان دي بورص الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية (BRUGES) وهو ذو أصول إيطالية إذ كان يتجمع عنده عدد كبير من التجار ولذلك لإتمام عمليات البيع والشراء سواء للبضائع أو العملات المختلفة .

➤ أو من فندق في مدينة بروج البلجيكية وكان يزين واجهته شعار عمله على ثلاثة أكياس ( thirds bourse) إذ كان يجتمع في الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال بالبيع والشراء<sup>(5)</sup>

كما يجدر الذكر بأن كل المراحل السابقة والأحداث أدت إلى إنشاء بورصة للبضائع فقط ولم تكون هناك بورصة أو سوق للأوراق المالية بسبب عدم تداول الأسهم و السندات خلال الفترة الأولى من التطورات الاقتصادية و التجارية خاصة في أوروبا خلال بداية القرن السادس عشر، ويرجع عدم تداول الأسهم والسندات

1 - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر ، دمشق ، ط1 ، 2002 / 1423 ، ص ، 31 .

2- سورة قريش ، الآية رقم ، 1-4

3 - أحمد محي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، مجموعة دالة البركة ، الكتاب الثاني ، ط1 ، 1995 ، ص، 26 .

4- عصام فهد العرييد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية والتطبيق )، دار رضا للنشر ، سوريا ، دمشق ، ط1 ، 2002 ، ص- ص ، 22 - 23 .

5 - عباس كاظم الدعيمي ، مرجع سابق ، ص، 116 .

إلى غياب شركات المساهمة و لم تكن القروض الحكومية كافية لإنشاء سوق للأوراق المالية ، و مع انتشار و اتساع دائرة القروض الحكومية تأسست منشآت كبيرة حيث أوجد بذلك حركة قوية للتعامل في الصكوك المالية من أسهم وسندات ، وبذلك ظهرت سوق الأوراق المالية بجانب بورصات البضائع<sup>(1)</sup> ، حيث كانت تتم المعاملات على هذه الأوراق المالية على حافة الطريق تم التحول إلى مقرات وأبنية خاصة لإجراء هذه المعاملات ومن ما سبق ذكره يمكن تقسيم مراحل ظهور سوق الأوراق المالية ( البورصة ) إلى أربع مراحل كما يلي :

#### أولاً : مرحلة إنشاء بورصات البضائع

إن التطور و الانتقال من مرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية و ما رافق ذلك من انتقال لعنصر العمل إلى المدن ، أفرز صعوبة تمويل المنظم للمدن بالأغذية نظراً لازدحام المدن بالسكان ، إذ اقتضى هذا وجود سوق عالمي للإتجار بالمحاصيل الزراعية مما ساهم في نشوء متعاملين جدد سُموا بالسماسرة ، وأنشأت تجارة الجملة و ساهمت البنوك في تمويل التجار، كل ذلك أدى إلى نشأت بورصة البضائع<sup>(2)</sup> .

حيث نشأت أول بورصة في شكل بنايات أطلق عليها اسم بورصة وكان ذلك في بلجيكا عام 1460 م ثم تلتها بورصة أمستردام 1608 م والتي كانت مركزاً للسوق الآجلة للبضائع ، و أنشأت بورصة لندن في 1695 م ثم قامت بورصة نيويورك عام 1792 م ، فبورصة روما 1821 م ، ثم بورصة جنيف في عام 1850 م<sup>(3)</sup> .

#### ثانياً : مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

حيث بدأت التعامل بالأوراق المالية مبكراً في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري التداول بالكمبيالات والسحوبات الأذنية ، إذ أوجد الملك " فليب " مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول<sup>(4)</sup> ، وفي عام 1677 م كان يتم التعامل في بوسة إنجلترا بسندات الائتمان والتمويل التبادل التجاري وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية وبعض الشركات الأخرى<sup>(5)</sup> وتشير المصادر بأن بورصة باريس في عام 1724م كانت تقتصر عملياتها على سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكمبيالات<sup>(6)</sup> .

1 - علاء الدين أحمد جبر ، مرجع سابق ، ص، 29 .

2 - شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سابق ، ص- ص ، 32 - 33 .

3 - أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص- ص ، 26 - 27 .

4 - زكريا سلامة عيسى الشطناوي ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، من منظور الاقتصاد الإسلامي ، دار النفائس ، ط1 ، 2009 ، ص، 35 .

5 - أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص، 27 .

6 - زكريا سلامة عيسى الشطناوي ، مرجع سابق ، ص ، 36 .

وتأتي أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية و خاصة الكمبيالات إذ كانت أسواق الأسهم و السندات مجهولة ، إذ كان الانتشار شركات المساهمة و إقبال الحكومات علي الاقتراض، سببا في خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية مما أدى إلي ظهور بورصات الأوراق المالية<sup>(1)</sup> .

### ثالثا : مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

إن التعامل بالأوراق المالية والتجارية كان يجري في بورصة البضائع ، ولكن بعد خروج المتعاملون بالأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم ، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون أقرب إلي بورصة البضائع و المقاهي في الأيام الممطرة و الباردة ، ففي لندن بعد خروج المتعاملون من بورصة البضائع كانوا يلتقون في مقهى (جوناثان) ، وفي أمريكا كان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ستريت ( wallstreet ) وفي فرنسا كان اجتماعهم يتم في مقهى (كاناتبوا)<sup>(2)</sup> .

### رابعا : مرحلة إستقلال سوق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

صاحب هذه المرحلة تطور صناعي نشأت عنه مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الواحد القيام بكل إلتزاماتها المالية المترتبة عليها ، ومع النمو الاقتصادي وتطور الصناعة وزيادة التحول ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية ، بالإضافة إلي رواج التعامل بالأوراق المالية أدى كل ذلك إلى ضرورة قيام سوق للأوراق المالية المستقلة ومن هذه الأسواق المنظمة و الموجود في مباني خاصة بها وهي من بين الأشهر والأقدم في تاريخ سوق الأوراق المالية ، سوق الأوراق المالية في لندن في عام 1806 في مبنى rogal exchange ، وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول سوق في عام 1821 م في شارع wall street في نيويورك<sup>(3)</sup> ، كما تعود جذور إنشاء بورصة باريس إلي عام 1808 وتوالت بعد ذلك إنشاء بورصات للأوراق المالية منها بورصة طوكيو عام 1878 م أما بورصة هونك كونج قامت عام 1891 وهو تاريخ التبادل الرسمي للأوراق المالية هناك<sup>(4)</sup>

1- عبد الغفار حنفي .رسمية زكي قريفاص ، البورصات والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية ،2002، ص، 290 .

2- شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سابق ، ص- ص ، 33 ، 34 .

3- عبدالنافع عبد الله الزرري ، غازي توفيق فرح ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ،عمان ط 1 ، 2001 ، ص، 46 .

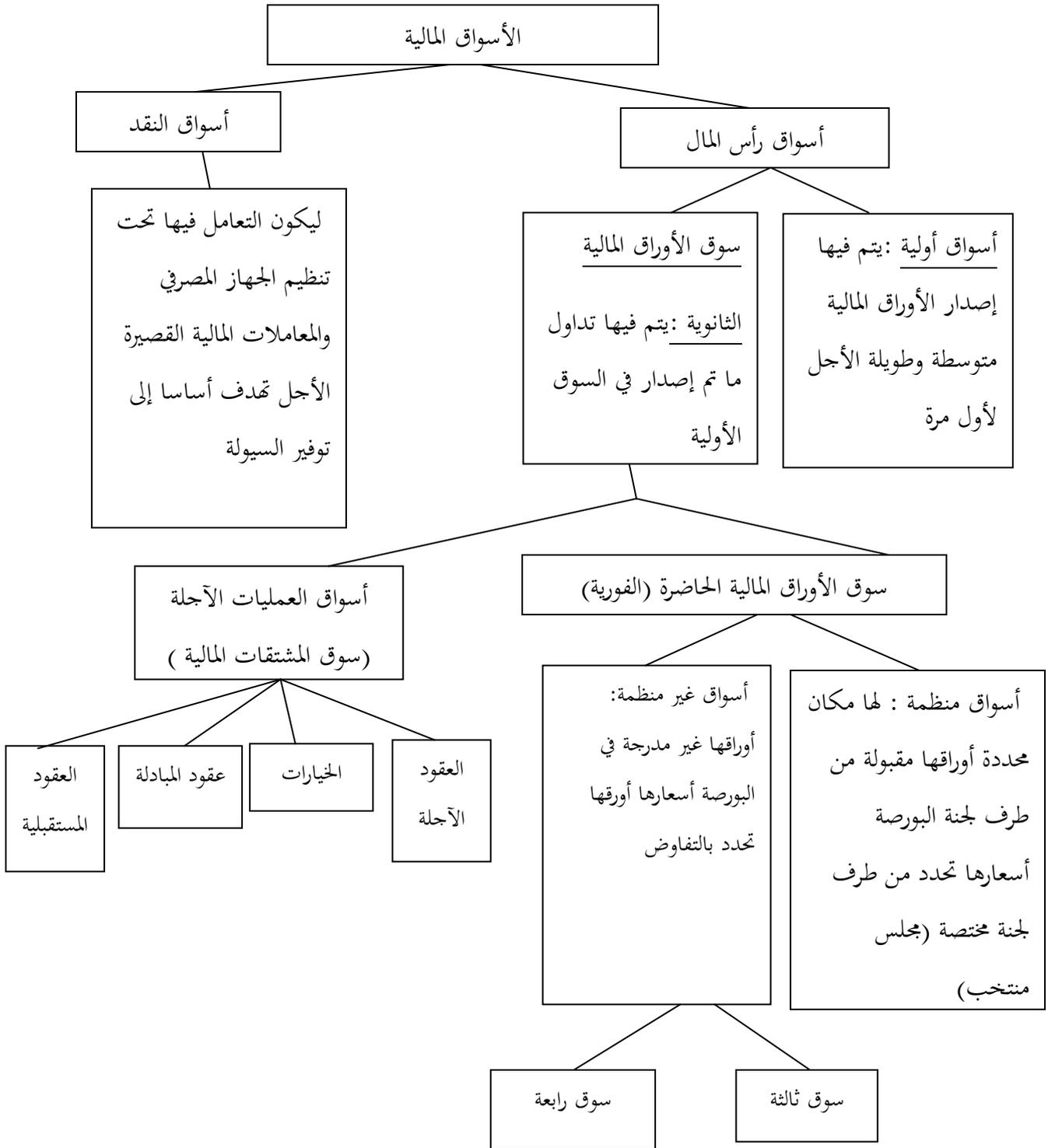
4- أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص-ص،32-33 .

## المطلب الثاني : تقسيمات سوق الأوراق المالية المعاصرة

قبل التطرق إلى تقسيمات سوق الأوراق المالية لابد أن نبين أولاً موقع سوق الأوراق المالية من سوق المال بالمعنى الواسع وذلك تجنباً لتفادي الخلط أو الالتباس بين أسواق الأوراق المالية (الأولية - الثانوية - البورصة) والسوق المالي حيث لاحظنا أنه في بعض المراجع قد يكون هناك عدم التوضيح لسوق الأوراق المالية وعدم تمييزها من حيث موقعها أو مكوناتها عن سوق المال الذي يتكون أساساً من سوق رأس المال وسوق النقد .

و الشكل التالي يوضح تقسيمات سوق المال وموقع سوق الأوراق المالية فيها.

تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: من تلخيص الباحث

نلاحظ من الشكل (01) الذي يوضح تقسيمات السوق المالية أن سوق الأوراق المالية يندرج تحت سوق رأس المال بما فيها السوق الأولية و الثانوية ، ومنه يمكن تصنيف سوق الأوراق المالية كما يلي :

### الفرع الأول : السوق الأولية primary market

يقصد بالسوق الأولية primary market أو سوق الإصدار ، السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقا مالية قامت بإصدارها لأول مرة ، لحساب منشأة أو جهة حكومية ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الإستثمار Investment bank الذي عادة ما يكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة ، ولا يخرج بنك الإصدار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة ، والجهة التي قررت إصدارها (1) .

و يمكن أن تختار الجهة أو المؤسسة المصدرة للأوراق المالية لأول مرة بين طريقتين مختلفتين إما عن طريق بنك الإستثمار أو متعهد الإصدارات under writers وتلجأ الجهات المصدرة للأوراق المالية للمتعهد الإصدارات أو مصرفي الاستثمار ذلك عند حاجتها إلى زيادة رأس مالها و يرجع السبب في ذلك إلى أن عمليات الإصدار للأوراق المالية لا تتم بشكل دوري ولكن على فترات طويلة ولذلك فإن الشركات ليس لها خبرات تؤهلها لعملية بيع وتسويق هذه الأوراق المالية ، ومن هنا فإن متعهد أو مصرف الاستثمار يقوم بهذه المهمة نيابة عن الشركة (2) ، أو قد تقوم الجهات المصدرة بنفسها وبصورة مباشرة بالإتصال بالمستثمرين سواء أكانوا أفرادا أو مؤسسات مالية .

و تجدر الإشارة إلى أن الجهات أو المؤسسات المصدرة للأوراق المالية لأول مرة يجب أن تحصل على موافقة هيئة الأوراق المالية التي تقوم بتنظيم عمليات الإكتتاب بموجب قوانين و تعليمات تُشَرع لهذا الغرض لذلك فإن حدود السوق الأولية تبدأ حينما تحصل الجهات المصدر لأول مرة لأوراق مالية على موافقة هيئة الأوراق المالية على بيان التسجيل registration statement الذي يتضمن معلومات عن طبيعة الأعمال التي تمارسها الجهة المصدرة ، وطبيعة المخاطر الاستثمارية ومعلومات عن الإدارة ، هذا بالإضافة إلى ملحقات خاصة بالقوائم المالية موثقة من طرف محاسب قانوني مستقل (3)

1 - منير إبراهيم هندي ، إدارة المنشأة المالية و أسواق المال ، منشأة المعارف الإسكندرية، 2005، ص-ص، 457- 458 .

2 - السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر ، الأردن ، ط 1 ، 2010 ، ص ، 132 .

3 - أرشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم الأدوات ، دار البازوري ، الأردن ، ط 1 ، 2010 ، ص، 93 .

**الفرع الثاني : السوق الثانوية أو سوق تداول الأوراق المالية: secondary market**

تدعى ببورصة الأوراق المالية وتتميز بكونها موقعا جغرافيا محددًا لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء بموجب إجراءات و قواعد و وسطاء و تكاليف و توقعيات محددة بالقانون ، محاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها و عرضها بشكل مستمر<sup>(1)</sup>

ويطلق علي هذه السوق السوق الثانوية لأن الأوراق المالية التي يتم التداول و التعامل بها تباع للمرة الثانية و أكثر ، أي أنها لا تباع للمرة الأولى ، و هذا يعني أن الأوراق المالية التي يتم التعامل بها و تداولها سبق و أن تم الاكتتاب بها و شرائها من السوق الأولية ، و يتم التداول بها بين حامل الورقة التي سبق و أن إشتراها من السوق الأولية و بين مستثمر أو وسيط في السوق الثانوية<sup>(2)</sup>

تجدر الإشارة إلي أن نجاح السوق الأولية مرتبط إرتباطا وثيقا بنجاح السوق الثانوية التي تسهل تداول الأوراق المالية، أي أنها تجعل الأدوات المالية أكثر سيولة ، و إن ارتفاع سيولة هذه الأدوات تجعلها مرغوبة أكثر و بالتالي يزداد حجم تداولها ، و هذا يساعد المنشأة أو الجهات المصدرة في السوق الأولية يساعدها علي تصريف إصداراتها الجديدة ، كما يتحدد سعر الإصدارات الجديدة بناء علي وضع أدوات المنشأة في السوق الثانوية ، فعندما يرتفع سعر الأدوات (الأوراق المالية ) في السوق الثانوية فإنه يساعد المنشأة في الحصول علي رأس مال أكبر من بيع إصداراتها الجديدة لهذا تحتل السوق الثانوية أو سوق الأوراق المالية المتداولة مكانة مهمة في مختلف الدراسات و الاقتصاديات<sup>(3)</sup>

ما يلاحظ أن أسعار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية المتداولة أي السوق الثانوية تكون من خلال تدفق الأوامر من الزبائن إلي الوسطاء و السماسرة الذين بدورهم يحققون صناعة السوق market maker بالتالي فإن الأموال في السوق الثانوية تتدفق من المشتري إلي البائع و لا توجد علاقة مباشرة بين المستثمر و مُصدّر الورقة المالية ، لذلك فأسعار السوق تحدد يوميا لذلك تسمى بالأسواق المستمرة continuous market<sup>(4)</sup> وتنقسم السوق الثانوية إلي أسواق منظمة و أسواق غير منظمة كما يلي:

1 - محمود محمد داغر ، الأسواق المالية (مؤسسات ، أوراق ، بورصات ) ، دار الشروق ، ط1، 2005، ص، 241

2 - فليح حسن خلف ، الأسواق المالية والنقدية ، جدارا للكتاب العالمي ، 2006، ص- ص ، 41، 42 .

3 - عبد النافع عبد الله الزرري ، غازي توفيق فرح ، مرجع سابق ، ص، 8

4 - أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سابق ، ص، 100 .

أولاً : الأسواق المنظمة : **organized Market**

هي سوق الأوراق المالية المدرجة **listed** ، التداول بها يكون بموجب قواعد و إجراءات تحددها لجنة السوق وطبقاً لمواعيد دورية و بطريقة المزايدة العلنية و أهم ما يميز هذه السوق أن لها هيكل تنظيمي و مؤسسي منظم يدار من قبل لجنة تسمى لجنة السوق أو البورصة ، و أعضاء هذه اللجنة منتخبتين من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق و الوسطاء و الحكومة ، و تتحدد مهام لجنة السوق بإدارة و تنظيم عملية التداول بالأوراق المالية عبر الوسطاء المسجلين المجازين من قبل لجنة السوق وتكمن أهمية السوق المنظمة من كونها توفر علانية للصفقات حرية المساومة عبر آلية العرض والطلب على الأوراق المالية ، هذا بجانب أن التشريعات التي تضعها لجنة السوق توفر الحماية للمتعاملين و ضمان حقوقهم ، و لذلك لجنة السوق المنتظمة تضع شروطاً لإدراج الورقة المالية التي تتعلق بعدد المساهمين ، و عدد الأسهم التي يمسكها الجمهور ، و القيمة السوقية للأسهم ، و الأرباح قبل الضريبة في السنوات الأخيرة<sup>(1)</sup> .

ثانياً : الأسواق غير المنتظمة : **( otc ) . over the counter Market**

تداول عادة في هذه الأسواق الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال تجار **dealers** و يتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث أنه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل و الذي يتم من خلال شبكة اتصالات، و مثال على ذلك الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية **national association of security dealers (NASD)** في الولايات المتحدة الأمريكية و الذي يضم السماسرة و التجار المتعاملين في السوق غير منظمة **(otc)** و يقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في هذه السوق و منح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم إختبارات معينة مؤهلة كما أن هذا الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية و أحجام التعامل<sup>(2)</sup> و إذا تعاملت شركة السمسرة و الوساطة على الأسهم والسندات غير المقيدة بالبورصة يقال أنهم تعاملوا خارج المقصورة<sup>(3)</sup> .

إن الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق و غير المقيدة في السوق المنظمة ( البورصة ) هي أوراق مالية لا تتوفر بها شروط الإدراج في السوق المنتظمة و في الغالب تعود لشركات صغيرة الحجم محلية و التي يمتلك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد العائلة ، و لكن في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة معروفة تفضل الإدراج في

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص-ص، 101-102 .

<sup>2</sup> - صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية ، علمياً وعملياً ، مكتبة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ، ط 1 ، 2000 ، ص-ص، 23 - 24 .

<sup>3</sup> - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق ، ص، 138 .

السوق الموازية (غير المنظمة) على رغم إمتلاكها شروط الإدراج في السوق المنظمة ، و ذلك تجنباً للإفصاح على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات<sup>(1)</sup> كما ان السوق غير المنظمة تنقسم الى سوق ثالثة وسوق رابعة .

### أ - السوق الثالثة : the third Market

تمثل السوق الثالثة the third Market قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنظمة و إن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة (السماسرة المسجلون في السوق المنظمة لا يحق لهم التعامل بالأوراق المسجلة في هذه السوق)، وهذه البيوت في الواقع هي أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق و بأي كميات مهما كانت كبيرة أو صغيرة ، كما أن هذه البيوت (السمسرة) تمارس دوراً تنافسياً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة أما المتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية<sup>(2)</sup>

يرجع سبب لجوء مثل هذه المؤسسات الكبيرة إلى السوق الثالثة كون أن هذه المؤسسات كبيرة الاستثمارات لا تحصل على امتيازات في السوق المنظمة كالخصم مثلاً لأن أنظمة السوق المنظمة لا تسمح بالتمييز بين المتعاملين و عدم إعطاء الأفضلية لمعامل على حساب آخر ، لذلك تتجه هذه المؤسسات إلى السوق الثالثة غير المنظمة لكي تستطيع التفاوض و الحصول على أكبر قدر من الخصم و بشكل يناسب حجم تعاملاتها الكبيرة بالإضافة إلى أن قدرة المتخصصين في السوق المنظمة لا تمكنهم من إتمام هذه الصفقات بالسرعة المطلوبة ،بالإضافة إلى أن المتعاملين في السوق الثالثة قد يكونون من صغار الشركات<sup>(3)</sup> و المستثمرين لتوافر استثمارات تكون قدر إمكانيتهم في هذه السوق.

### ب - السوق الرابعة

هي السوق غير المنظمة أيضاً يجرى التعامل فيها بالأوراق المالية غير المقيدة في السوق المنظمة [سوق الأوراق المالية]، و لا مجال للوساطة في هذه السوق، و بسبب قيام هذه السوق هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة أي الكميات التي تبلغ 10000 سهم فأكثر بأقل تكلفة ممكنة.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي ،مرجع سابق ، ص- ص ، 103 - 104 .

<sup>2</sup> - منير ابراهيم الهندي ،مرجع سابق ،ص 109.

<sup>3</sup> - فليح حسن خلف،مرجع سابق،ص- ص، 47-48

والمعاملون في هذه السوق هم المؤسسات المالية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم و يشترون الأوراق المالية في طلبات كبيرة ، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة إذ يتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة و الوسيط هنا لا يحتفظ بأي مخزون من هذه الأوراق المتعامل بها ،أي أن الوسيط لا يقوم بدور السماسر مما يجعل عمولته أقل و درجة المخاطرة تكون معدومة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثالث: الأسواق الآجلة

كما أشرنا في المخطط السابق لتقسيمات سوق المال و وضعنا موقع سوق الأوراق المالية و تبين أن السوق الثانوية منها تضم سوق عاجلة وهي الأسواق المنظمة و غير المنظمة كما أنها تتضمن أسواق آجلة أو أسواق المشتقات المالية ، حيث تمثل المشتقات المالية إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي إذ نشأت و تطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه وقد سميت بأسواق المشتقات المالية، وتعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل و بالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر و تتضمن أنواع منها: المستقبليات، الخيارات، العقود الآجلة المبادلات و يعتمد سعر المشتقات على قيمة الموجودات الأساسية أو سعرها، و تعرف هذه الموجودات بالموجودات الأساسية و التي تتضمن أسهم الشركات الأوراق المالية ذات الدخل الثابت و العملات ، ومؤشرات الأسهم و السندات ، كما تعرف المشتقات المالية بأنها عقود مالية خارج الميزانية<sup>(2)</sup>.

وتعتبر سوق المشتقات المالية وسيلة فعالة و مميزة خاصة للتحوط من الأخطار في الإستثمار لأن المستثمرين يفضلون الإستثمار في الأدوات المالية التي تعرضهم لدرجة قليلة من المخاطر كما أنها أيضا وسيلة للمراجعة أو الترحيح وهو شراء عملات أو أصول مالية في السوق وبيع نفس الكمية في سوق آخر و في نفس الوقت لتحقيق ربح من فارق السعر كما أنها إحدى أدوات المضاربة<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> - حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، 2002، ص -ص 17-18

<sup>2</sup> - حاتم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري، عمان، ط1، 2011، ص15

<sup>3</sup> - نورليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية، (تقدير اقتصادي وشرعي)، رسالة ماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2006-2007، ص 7.

## المطلب الثالث: الأركان الأساسية لسوق الأوراق المالية المعاصرة

إذا اعتبرنا سوق الأوراق المالية هي المكان المحدد كسوق للأوراق المالية تنعقد فيه الصفقات في أوقات محددة، كما تحكمها القوانين و القرارات و اللوائح فضلا عن وجود الرقابة المحكمة داخل البورصة و الرقابة العامة عن طريق الهيئات الحكومية الخاصة (هيئة سوق المال)<sup>(1)</sup>، فإن ذلك يتطلب وجود أو إرساء الأركان الأساسية لسوق الأوراق المالية و هي تتكون من المستثمرين (المقرضون) و المقصود بهم الأفراد و المؤسسات و المؤسسات المالية مثل البنوك التجارية و مكاتب الوساطة و شركات الإستثمار... الخ، الذين يوجد لديهم مدخرات نقدية تزيد عن إحتياجاتهم يرغبون في إستثمارها لغرض الحصول على عوائد مع قدرتهم على تحمل المخاطر، و المقترضون أو المصدرون و يقصد بهم هنا مجموعة الأفراد و المؤسسات المالية كشركات الاستثمار و شركات الوساطة المالية و الهيئات الحكومية كالبنك المركزي و وزارة الخزينة و هم في مجملهم أصحاب عجز، و الركن الأخر لسوق الأوراق المالية هم الوسطاء (الوكلاء) الذين ينحصر دورهم في التوفيق بين البائع (مصدر الورقة المالية) و المشتري (المستثمر في الورقة المالية) وقد يكون هؤلاء الوسطاء شركات أو أشخاصا<sup>(2)</sup>، بالإضافة إلى الأدوات المالية التي هي محل التداول

## الفرع الأول : الأوراق المالية

الأدوات المالية هي عبارة عن صكوك في ملكية جماعية لشركة من الشركات أو حقوق ناتجة عن عملية قرض أجزتها إحدى لشركات أو الشخصيات الاعتبارية العامة ، بحيث يكون لحملة تلك الصكوك حقوق وإلتزامات متساوية وتمثل أهم الأوراق المالية في الأسهم والسندات وحصص التأسيس<sup>(3)</sup> ، حيث تشمل كل أنواع الأسهم و كل أنواع السندات بالإضافة إلى الأوراق المالية المستقلة مثل العقود المستقبلية و الخيارات وعمليات المبدالة و العقود الأجلة، إذ تعتبر الأوراق المالية بكل أنواعها هي أدوات محل تداول في سوق الأوراق المالية و للإشارة سوف يتم تفصيل كل نوع من أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية في الفصل اللاحق

## الفرع الثاني : الوحدات الاستهلاكية و الوحدات الإنتاجية

حيث يتمثل دور الوحدات الاستهلاكية في السوق المالي في إتجاهين، أولهما تعد هذه الوحدات مصدرا مهما من مصادر الادخار، الثاني أنها تعد مستخدما أو مقترضا للأموال لأغراض الاستهلاك في حين أن الوحدات

<sup>1</sup> - علاء الدين أحمد جبر، مرجع سابق، ص، 37 .

<sup>2</sup> - عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص، 129 .

<sup>3</sup> - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص، 39 .

الإنتاجية هي تلك الوحدات التي تقوم بإنتاج السلع و الخدمات لأغراض الاستهلاك أو إنتاج السلع الرأسمالية (capital goods) التي تستخدم لإنتاج خدمات أو سلع أخرى، و في كلتا الحالتين نحتاج هذه الوحدات الكبيرة لمصادر مالية لتمويل استثماراتها، كذلك هي تعد مصدر الإدخار ولكن ليست بالنفس الأهمية التي تحتلها الوحدات الاستهلاكية في هذا المجال، و هكذا فإن الوحدات الإنتاجية تحتاج الدخول إلى سوق الأوراق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها مصدرا للإدخار<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث : الوسطاء الماليون والمؤسسات المالية

تشمل هذه الفئة على المؤسسات المالية التي تعمل في مجال النقد كالمصارف التجارية و مؤسسات الائتمان و الادخار و مؤسسات الإقراض و الاستثمار في المشروعات التجارية و الصناعية و تأسيسها و إدارتها بالإضافة إلى مؤسسات مالية تقدم خدمات مالية، و وسطاء بيع الأوراق المالية بإضافة إلى شركات التأمين بأنواعها و سماسة التأمين و سماسة سوق الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

#### أولاً: مؤسسات الإيداع

هي مؤسسات عامة و خاصة وسيطة تقوم بتلقي الودائع بكل أنواعها و من مختلف القطاعات الاقتصادية، و تقدم الائتمان إلى مختلف القطاعات و تتمثل هذه المؤسسات فيما يلي :

#### 1- البنوك التجارية

البنوك التجارية commercial banks أو كما تسمى في بعض الاقتصاديات بنوك الودائع (deposits banks) حيث تقوم البنوك التجارية بتجميع الأموال في أسواق رأس المال المحلية و الدولية مثلها مثل الشركات الأخرى، و نظراً لان البنوك تحتاج إلى كمية كبيرة من الأموال لتدعيم مواصلة عملية الاقتراض التي تقوم بها، فهي تعد نسبياً جهات إصدار كبرى حيث تأتي كمية كبيرة من أموال البنوك التجارية من إيداعات العملاء و لكن يجب أن يكون للبنك رأس مال طويل الأجل في شكل أسهم و ديون طويلة الأجل لحماية عملائه من مخاطرة الخسارة كما تنص على ذلك اتفاقية بازل (Basle agreement)<sup>(3)</sup>.

ومنه تمارس البنوك التجارية أو المصارف دور الوساطة في سوق الأوراق المالية و على الرغم من سمة الوساطة قصيرة الأجل لهذه المؤسسات، إلا أن الإتجاه نحو المصارف الشاملة جعلها تمارس وساطة أوسع من ذلك من خلال تسهيلات الائتمانية المختلفة (قروض، إعتما د مستندي، خطابات ضمان، شراء الأوراق التجارية، الأوراق المالية

<sup>1</sup> - عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص 130

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 70.

<sup>3</sup> - برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار فاروق للنشر و التوزيع، مصر، ط 1، 2006، ص 50.

الحكومية... الخ) حيث يمكن الإشارة إلى أن البنوك التجارية مثلا تهيمن على 25 % من إجمالي الأصول المالية في الولايات .م.أ.عام (2000 م)<sup>(1)</sup>

## 2- مؤسسات الإيداع والإقراض

هي مؤسسات من أهم مصادر مواردها المالية الودائع المختلفة ، و خاصة الادخارية منها و نستخدم مواردها في سوق الرهن Mortgage و خاصة العقارية ، و لقد أدى تطور هذه المؤسسات إلى دخولها الإقراض الإستهلاكي قصير الأجل و التعامل بالودائع تحت الطلب أيضا لتقترب من المصارف التجارية في نشاطها<sup>(2)</sup> كما تضم مؤسسات الإيداع مصارف الادخار و وحدات الائتمان.

### ثانيا :المؤسسات التعاقدية

هي مؤسسات غير ودائعية و الأساس في مواردها المالية العمليات التعاقدية ضمن مدة محددة و معروفة نسبيا إذا ما تمت مقارنتها بالودائع ، و مثل هذا النوع من الموارد الناجمة عن عملية تعاقد تتيح لهذه المؤسسات فرص الاستثمار طويل الأجل نوعا ما، لذلك فإن أصولها طويلة الأجل ،وكذلك تتمتع بتأمين أكبر ضد المخاطر<sup>(3)</sup> و من هذه المؤسسات التعاقدية مايلي :

## 1- شركات التأمين و صناديق التقاعد

### أ- صناديق التقاعد

تعتبر صناديق التقاعد (pension funds) مؤسسات اجتماعية و اقتصادية إضافة إلى كونها مؤسسات ادخار و استثمار،فهي مؤسسات اجتماعية لأن من أهم أهدافها مساعدة المشتركين في مجابهة تحديات الحياة ومتطلباتها المستقبلية و هي مؤسسات اقتصادية لأنها تعتبر وسيلة ادخارية إجبارية باعتبار أن أموالها تستقطع من رواتب العاملين سواء في القطاع العام أو الخاص ،إضافة إلى مساهمة ارباب العمل فيها.

كما أن صناديق التقاعد هي مؤسسات استثمارية ،لأنها يجب أن تعمل على تحقيق أعلى عائد ممكن، مع الأخذ في الاعتبار المخاطر و الأمان للحفاظ على مدخرات المشتركين، مع ضمان توافر السيولة لمقابلة إلتزاماتها الجارية تجاه الرواتب التعاقدية الشهرية والمصاريف الأخرى.

<sup>1</sup> - محمود محمد داغر، مرجع سابق ، ص، 48

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق ،ص، 48

<sup>3</sup> - عباس كاظم الدعيمي ، مرجع سابق ، ص - ص، 132-133

## ب- شركات التأمين

هي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالاً ضخمة تسعى إلى توزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين، ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما وبالتالي فإن الشركة مجبرة على تحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في سوق رأس المال والنقد<sup>(1)</sup>

## ثالثاً : مؤسسات الإستثمار : investment institutions

هي مؤسسات مالية وسيطة تعتمد بيع الأصول المالية المختلفة إلى الجمهور و الاستثمار في الأسهم و السندات ومن أمثلتها<sup>(2)</sup> .

أ-شركات الاستثمار: تقوم هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال بيع الأوراق التجارية و إصدار الأسهم و السندات وتقديم قروض لمنشآت الصغيرة.

ب-الصناديق المشتركة : تقوم هذه المؤسسات الوسيطة بتعبئة مواردها من خلال بيع أسهم من الأوراق المالية و هي تساعد في تخفيض المخاطر من خلال سياسة التنوع في محفظة الأصول المالية و يمكن أن تأخذ صناديق سوق النقد شكلاً من أشكال الصناديق المشتركة و لكنها تقترب من مؤسسات الإيداع فهي تبيع الأسهم وتستخدم حصيلة مواردها في سوق النقد أي استثمار قصير الأجل

## ج-تجمع الاستثمار العقاري وشركات الرهن

هي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار حيث تتعامل الأولى بالاستثمار في العقارات التجارية و الإسكان، بينما تمارس الثانية (شركات الرهن) تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء المجمعات الأعمال والسكن .

## رابعاً : مؤسسات سوق الأوراق المالية : securities market institutions

على الرغم من أن هذه المؤسسات لا تمارس دور الوساطة المالية في تعبئة الموارد أو إصدار التزامات مباشرة إلا أنها تمارس دوراً مهماً في الوساطة المالية بين و وحدات العجز و الفائض ، و بالتالي حسب تعريف سوق الأوراق المالية فهو المكان الذي تتم فيه عمليات بيع و شراء الأوراق المالية، فإن قيام السوق بهذه الوظيفة يتطلب وجود مؤسسات تعمل على تحقيق ذلك من هذه المؤسسات .

<sup>1</sup> - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص-ص، 132-133 ، للمزيد أنظر السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، ص 74 .

<sup>2</sup> - محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص-ص، 49-56

## أ- مصرفيو الاستثمار: investment banker

بنوك الاستثمار الأعمال أو البنوك الاستثمارية أو مصاريف الأعمال (investment and business bank) هي مؤسسات وساطة مالية تقوم بتجميع الأموال لديها من المساهمين أو من خلال طرح السندات في السوق المالية ووضعها تحت تصرف المستثمرين<sup>(1)</sup> وكما تتضمن أعمال بنوك الاستثمار تقديم المساعدة للشركات والمؤسسات على ترويج إصداراتها من الأوراق المالية، إذ تتم عملية الترويج بثلاثة عناصر هي توجيه النصح لمصدر الأوراق بشأن نوع الأوراق المالية وتوقيت إصدارها، وشراء الأوراق المالية من المقترض، وطرح الأوراق المالية للاكتتاب ببيعها للجمهور و إذا كان حجم الإصدار كبير قد يشترك أكثر من بنك في عملية التصريف<sup>(2)</sup> ومما سبق ذكر عن بنك الاستثمار يمكن أن نعرفه بأنه يمثل تلك المؤسسة المالية التي ينحصر نشاطها الرئيسي في إصدار الأوراق المالية securities underwriting التي تقوم بطرحها الجهات المختلفة بغرض الحصول على الأموال في السوق الأولية، بالإضافة إلى الاتجار في الأوراق المالية trading of securities في السوق الثانوية هذا التعريف التقليدي للبنوك الاستثمار أما التعريف الحديث هو، "هي تلك المؤسسات المالية التي تقوم بمزاولة العديد من الأنشطة المالية المختلفة في الأسواق المالية بما في ذلك إصدار الأوراق المالية، القيام بالترتيبات الخاصة بعمليات الاندماج في مراحلها المختلفة و الاتجار في الأوراق المالية، تقديم الاستشارات المالية للعملاء في المجالات المذكورة"<sup>(3)</sup>

## ب- السماسرة وتجار الأوراق المالية

إن السماسرة brokers يقومون بوظيفة جمع البائع بالمشتري ويبدل في ذلك أقصى جهده للحصول على أفضل الشروط لمن وكله بالعمل بمقابل أجر يطلق عليه اسم عمولة السمسرة (commission) فالسمسار لا يشتري الأوراق المالية لحسابه و لا يحوزها، بل يقتصر عمله على الجمع بين البائع والمشتري وقد يقوم بعمل الوكيل لمن يكلفه بالبيع والشراء ولكن بدون أن يملك الأوراق، فالوكيل يحوز الأوراق المالية ولكن لا يملكها<sup>(4)</sup> والسماسرة قد يوظفون سماسرة آخرين و المتعاملون لحسابهم (dealer) قد يتعاملون مع متعاملين آخرين، وهكذا فالحدود بينهم ليست فاصلة وليست مستعصية، ولكن أهم نقطة الاختلاف بينهم هي إمتلاك الأوراق المالية فالوسيط المتعامل فانه يشتري الأوراق لحسابه ثم يبيعها لمن يرغب في الشراء وهو أيضا يقوم بعمل السمسرة .

1 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص- 83

2 - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 135 .

3 - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 96 .

4 - زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، ط 3، 2005، ص، 136.

ويستطيع السماسرة القيام بمهامهم من خلال عضويتهم ومشاركتهم في سوق الأوراق المالية أو من خلال شبكات الاتصال التي تربطهم بباقي المشاركين بالسوق ، و لا شك أن تركيز أعمال السمسرة بصورة رئيسية في مكان واحد - سوق الأوراق المالية - حيث يتم الرقابة على الأسعار بصورة منتظمة تسمح لهؤلاء السماسرة بإيجاد الطرف المقابل ، مشتري في حالة تلقي أوامر البيع أو بائع في حالة تلقي أوامر الشراء في وقت قصير مما يؤدي إلى تخفيض مصاريف البحث اللازمة لتنفيذ تلك الأوامر<sup>(1)</sup>.

أما تجار الأوراق المالية يعملون على مقابلة البائع بالمشتري للورقة المالية من كونه مستعدا لشراء أو بيع أوراق عند سعر معين ، لذلك فإن التاجر يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية لأجل بيعها للمستثمرين ، وقد يكون متخصصا في أوراق مالية معينة أو شاملا وهو بذلك يتحمل المخاطر التي تصيب تقلب تلك الورقة على عكس السمسار ، ويحصل الوسيط التاجر على الفرق بين سعر الشراء وسعر بيع الورقة المالية<sup>(2)</sup> ولهذا يطلق على الوسيط التاجر صفة صانع السوق (market maker).

و يلاحظ أن الاتجاه الحديث في الدول المتقدمة هو إنشاء شركات أوراق مالية تجمع بين أنشطة السمسرة و التجارة و بنوك الاستثمار ، و قد تخصص إحدى الشركات في نوع من الأوراق المالية وقد بدأت تلك الشركات تأخذ حجما كبيرا خاصة في الو.م.أ منذ سنوات التسعينيات<sup>(3)</sup>.

### ج-البنك المركزي :

يعتبر البنك المركزي من المشاركين أو الأركان الأساسية في سوق المالي ، وذلك من خلال قيامه بعمليات السوق المفتوحة أو بيع وشراء العملات الأجنبية لدعم العملة المحلية كما قد يشتري البنك المركزي العملات الأجنبية لدعم البنوك المحلية و تزويدها بحاجاتها من العملات الأجنبية لتمويل عمليات الإسترد ، كما يقوم البنك المركزي ببيع أو شراء بعض الأوراق المالية مثل إيداعات الخزينة شهادات الإيداع،سندات الدين العام ، وذلك للتخفيف من حدة التضخم أو الكساد<sup>(4)</sup>.

### الفرع الرابع :الأطراف الأخرى في سوق الأوراق المالية المعاصرة

بالإضافة إلى الأركان السابقة التي تم ذكرها في سوق الأوراق المالية من الأوراق المالية محل السوق و الوحدات الاستهلاكية و الوحدات الإنتاجية التي تمثل وحدات عجز وفائض في نفس الوقت بالإضافة إلى الوسطاء الماليون والمؤسسات المالية ،يوجد متعاملون آخرون في السوق الأوراق المالية هم :

<sup>1</sup> - للاطلاع أكثر أنظر ، عبد الحميد مطاوع،مرجع سابق ،ص،ص 77- 78 .

<sup>2</sup> - عباس كاضم الدعمي ،مرجع سابق ،ص،ص 135 .

<sup>3</sup> - عاطف وليم أندراوس،مرجع سابق ،ص-ص، 135- 136 .

<sup>4</sup> - حسين بني هاني ،مرجع سابق ، ص،ص 31.

**أولاً- المضاربون المحترفون: speculators**

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من الفروق في الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق للتخطيط لعملياتهم، و يستخدم المضاربون المحترفون أدوات التحليل الإحصائي و الاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق و هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق<sup>(1)</sup>.

**ثانياً- المضاربون الهواة :**

تعمل هذه المجموعة على الاستفادة من فروقات الأسعار، لكنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق بسبب الخسائر التي يتكبدونها بسبب عدم علمهم بأحوال السوق أو عدم مقدرتهم بالتنبؤ بالتغيرات والتحركات المستقلة لحركة أسعار الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

**ثالثاً- المتحوظون و المراجحون : hedgers and arbitragers**

أما المتحوظون فهم الشريحة المتعاملة في الأصول المالية المساعدة على تخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة و الحادة في أسواق الأوراق المالية، و عليه تحتفظ هذه الفئة بالأوراق المالية من أجل الحيلة و تقليل المخاطر، و يتحوظون باستعمال المشتقات المالية التي تسمح لهم بتحقيق مستوى تأكيد أكثر مما هو عليه في الأوراق المالية الأصلية (غير المشتقة).

أما المراجحون فهم فئة استثمارية تمارس العملية الاستثمارية بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فروق في الأسعار و لأصل معين بين سوقين أو أكثر إذ تشتري من سوق المنخفضة الأسعار و تبيع في السوق أخر مرتفع الأسعار و تحقق ربحاً لعدم المخاطرة، حيث ساعد التطور التكنولوجي هذه الفئة في إتمام صفقاتها<sup>(3)</sup>.

**رابعاً- المتآمرون والمستثمرون: manipulators and investors**

المتآمرون هم المجموعة التي تهدف إلى التحكم بالأسعار وتوجيه السوق نحو الصعود والهبوط مستخدمة بذلك بعض الوسائل المصطنعة يهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية أعلى (over valued) أو أدنى (under valued) من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب ويحققون ذلك بفضل مواردهم المالية الضخمة.

1 - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص، 35

2 - نفس المرجع، ص، 35، بتصرف قليل.

3 - محمود محمد داغر، نفس المرجع، ص- ص، 125-126 يتصرف قليل بالنسبة للمتحوظون.

والمستثمرين يمثلون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها الذي يشمل الفوائد والتدفقات والعوائد بمختلف أشكالها ،ويوجد نوعين من المستثمرين المستثمر الداخلي والذي يهدف إلى السيطرة على الشركة من الداخل من خلال تملك أكبر عدد ممكن من أسهمها ، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق ربح طويل الأجل بالإضافة إلى دخل جاري<sup>(1)</sup>

### المطلب الرابع : متطلبات قيام سوق الأوراق المالية المعاصرة

يتطلب قيام سوق للأوراق المالية وجود مجموعة من العوامل منها المساعدة ومنها الأساسية ، وبما أن سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يتجمع فيه البائع بالمشتري مباشرة أو بوساطة من خلال قنوات الاتصال المتطورة تطلب ذلك وجود قواعد و نظم تحكم هذا السوق بالإضافة إلى وجود الأركان الأساسية التي الكثير منها يعد ضروريا في قيام سوق الأوراق المالية ،ونظرا لدور الاقتصادي متطور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية فإن قيامها بهذا الدور وبكفاءة وفعالية ممتازة يتطلب ما يلي:

1- وجود مكان معلوم ومحدد عند كافة المتعاملين و الراغبين في التعامل

2- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بأن تكون سوق الأوراق المالية مجهزة بأجهزة العرض و الاتصال والتسجيل ونظم المعلومات<sup>(2)</sup>.

3- وجود الاستمرارية والتنظيم فيها، فلا بد أن تكون سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة وذلك من خلال مايلي<sup>(3)</sup> :

❖ تعد الأوراق المالية المطروحة و المتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق و زيادة عدد المتعاملين و بذلك تكتسب السوق فعاليتها من النمو و إزدياد الحجم التداول فيها .

❖ وجود عدد كاف من المتعاملين .

❖ وجود الحرية التامة بين المتعاملين و المعاملات التي تجرى في السوق ، بالإضافة إلى كثرة العمليات وتكرارها .

4- وجود مؤسسات مالية و مصرفية متنوعة و متطورة قادرة علي أداء مهام الوساطة المالية و تجميع المدخرات ، و توزيع المخاطر و تقليلها ،هذا بجانب قدرتها علي ممارسة دور الصيرفة الاستثمارية (بنك الاستثمار)<sup>(4)</sup>.

1 - عباس كاضم الدعيمي ، مرجع سابق ،ص-ص ، 140- 141 .

2 - شعبان محمد إسلام البرواري ،مرجع سابق ،ص، 41 .

3 - زكريا سلامة عيسى شطناوي ،مرجع سابق ،ص ص ، 49-50 .

4 - أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سابق ،ص 27 .

5- توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي و إجتماعي (سياسة إقتصادية رشيدة ومرنة) أو حالة الانتعاش الاقتصادي و وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد ، و من المعلوم أن سوق الأوراق المالية إذا قامت بيئة و ظروف اقتصادية ملائمة فإنها تعتبر أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، و عن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع عدم الاستقرار التي قد تحدث بسبب نقل ملكية المشروع<sup>(1)</sup> .

6- إجراء تحرير السوق و العمل وفق آلية السوق الحرة و تنافسية الأسواق و محاولة التغلب على الإختلالات المالية و الاقتصادية سواء في إختلال ميزان المدفوعات أو عجز الموازنة العامة للدولة ، أو تخفيض معاملات التضخم أو البطالة وتحقيق الاستقرار النقدي ، كما يجب أن يكون للحكومة دورا في معالجة الممارسات الاحتكارية التي تتحكم بأسعار و معالجة مشكلة الأثار الخارجية للشركات أو للتكاليف الإجتماعية و تحقيق العدالة في توزيع الدخل و تحرير القطاع المالي الخارجي و التجارة الخارجية و تخفيض القيود في سوق العملة و تطوير النظام الضريبي<sup>(2)</sup> .

7- من الضروري أن تكون سوق الأوراق المالية سوقا منظمة ،لأن في غياب التنظيم هدر لحقوق المتعاملين فيها مما يترتب عليه عدد من المشاكل منها ،مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة،ومشكلة الرقابة والإفصاح المالي<sup>(\*)</sup> عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، و مشكلة تسهيل نقل ملكية الورقة المالية محل التداول،بالإضافة إلى مشكلة تحديد عمولة السمسرة و المصاريف الأخرى<sup>(3)</sup>، و للقضاء على هذه المشاكل و عمل سوق الأوراق المالية بكفاءة و فعالية و حماية المتعاملين و مراقبة السماسرة و الوسطاء المالية يجب توفر ما يلي<sup>(4)</sup> .

❖ نظم إدارية وتشريعية متكاملة تشرف على تطبيقها وتنفيذها هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق يتصفون بالحياد والخبرة في شؤون المال والإستثمار .

1 - صلاح الدين حسين السيسي ،بورصات الأوراق المالية (الأهمية الأهداف والسييل ومقترحات النجاح) ،دار العلاء،القاهرة ، ط 1 2003،ص21 .

2 - دريد كامل أل شبيب ،مرجع سابق ،ص،129-130 .

\* - الإفصاح المالي :هو توفر معلومات دقيقة وكافية لإظهار مركز الشركة المالي من أجل اتخاذ القرار من طرف المستثمرين حول الاستثمار من عدمه

3 - زكريا سلامة عيسى شطناوي ،مرجع سابق ،ص 50 .

4 - أرشد فؤاد التميمي ،مرجع سابق ،ص، 27-28 .

- ❖ تشريعات واضحة لآلية التداول و المتجارة في السوق ،بشكل يضمن صفة المنافسة و منع الاحتكار ، و ضمان أرضية خصبة للعرض و الطلب .
- ❖ تشريعات و أحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش و التلاعب بشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام و يعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاته .
- ❖ أنظمة كفأة للإفصاح المالي و المعلوماتي و ذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بسرعة ودقة بشكل ألي لضمان الشفافية عن واقع السوق و ظروف الشركات المدرجة فيه من جانب ،و بشكل يساعد على عدد كبير من أوامر البيع و الشراء لضمان سمة اتساع السوق (breadth market).
- ❖ نظم إتصال فعالة و متطورة بين عموم المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق (depth market) أي التدفق المستمر لأوامر البيع و الشراء ،و سرعة استجابته في معالجة الخلل المحتمل في العرض و الطلب بسرعة و بالتغير طفيف في الأسعار .

المبحث الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية المعاصرة و وظائفها و آليات التعامل بها

أخذت سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد من خلال وظائف و أدوار اقتصادية متعددة ذات أهمية متباينة حسب النظام الاقتصادي المتواجد فيه هذه الأسواق لذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى أهمية سوق الأوراق المالية ثم وظائفها الاقتصادية الضرورية في كل هيكل اقتصادي بالإضافة إلى أهم عملياتها.

### المطلب الأول : أهمية سوق الأوراق المالية المعاصرة

لقد أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي ، و دعامة قوية من دعوماته ، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح .

كما تعتبر سوق الأوراق المالية بحكم وظائفها التي سوف تأتي على تفصيلها في ما بعد ، تعتبر صلة الوصل بين المشاريع و مدخرات الأفراد ، كما أنها تعد سوقا منظمة لتداول الأسهم و السندات حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها من خلال السماسرة المرخص لهم حيث يلعب فيها العرض و الطلب الدور الرئيسي في تحديد الأسعار بما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش و التدليس وذلك بفضل القواعد التي يلتزم بها أعضائها من السماسرة في معاملاتهم مع المستثمرين بالإضافة إلى ما توفره من علانية للمستثمرين عن وضعية الشركات المالية .

تلعب سوق الأوراق مالية دورا هاما في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية و تنشيط كافة القطاعات بما ينعكس أثره في الأخير على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد ، و هي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الرواج والكساد<sup>(1)</sup> كما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2008) و تراجع مؤشرات سوق الأوراق المالية نتيجة تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية و تراجع معدلات الطلب الكلي في معظم الاقتصاديات التي تأثرت بالأزمة المالية (2008).

مما سبق لو أننا نفترض أن اقتصاد ما لا توجد فيه أسواق للأوراق المالية تمكنه من تحقيق الامتيازات في حالة وجودها ، فإن هذا المستثمر مثلا لو كان مساهما في شركة مساهمة و يملك 1000 سهم من أسهم تلك الشركة و يرغب في تحويلها إلى سيولة ، في هذه الحالة و مع عدم وجود سوق للأوراق المالية يسمح له بتسييل هذه الأسهم فإنه سوف يلجأ إلى إجراء اتصالات شخصية و البحث المضني لكي يجد من يشتري منه هذه الأسهم و خاصة إذا توجه إلى السوق النقدية فإنه سوف يكون عرضة للمساومة و الضغط نظرا لحاجته للسيولة وعدم قدرته على التحكم في السعر أو المساومة عليه ، لذلك في غياب سوق للأوراق المالية التي تضمن في الغالب تحويل هذه الأوراق المالية إلى سيولة بأسرع وقت و بأقل تكلفة فإن هذا المستثمر سوف يكون عرضة للخسارة

<sup>1</sup> - صلاح الدين حسين السيسي ، مرجع سابق، ص ، 20 .

وذلك راجع إلى السعر الذي سوف يطلب منه و المدة التي تتطلبها الورقة المالية لكي تتحول إلى سيولة مما قد يضيع عليه الفرصة البديلة ، و بالتالي تظهر أهمية وجود سوق للأوراق المالية إذ أن وجودها يمكن المستثمرين من الاستعانة بخدمات الوسطاء في الحصول على قيمة الأوراق المالية التي يملكها دون حاجة لتكبد مشقة البحث على مشتري فيما لو اعتمد على جهوده الذاتية من خلال التعاملات المباشرة ، و بالتالي فإن وجود سوق للأوراق المالية يمكن المستثمر من بيع الأوراق المالية بأفضل سعر ناتج عن قوى العرض و الطلب ، بالإضافة إلى ذلك فإنه بفضل الرقابة المستمرة من إدارة السوق المالي على الشركات من خلال عمليات تقويم الأداء و تسهيل نشر أسعار الأوراق المالية من طرف إدارة السوق فإن تلك السوق تؤدي إحدى أهم خدمات في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية وذلك عن طريق تعبئة المدخرات بشكل جيد<sup>(1)</sup> .

### المطلب الثاني : وظائف سوق الأوراق المالية المعاصرة

تؤدي سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر دورا هاما و خطيرا أحيانا في الميدان الاقتصادي ، إذ يتم فيها التعامل بصفقات تجارية و مالية كبيرة ، لذا فلو تعطلت وظيفتها يتعرض أصحاب التجارة والصناعة و أصحاب المال بصفة عامة لضرب بالغ ومنه تؤدي سوق الأوراق المالية وظائف أو يمكن القول تأثر سوق الأوراق المالية على صعيد الاقتصاد الوطني وعلى صعيد الأفراد و المؤسسات (أي على مستوى الاقتصاد الجزئي)، وتكون وظائف سوق الأوراق المالية كما يلي:

### الفرع الأول : تأمين السيولة

تؤمن سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة حرة لتداول الأوراق المالية ، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة ، وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية ، و هذا يشجع المستثمرين علي خلاف أنواعهم علي الإقدام علي توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية تمكنهم من تصفية استثماراتهم في حالة بيع الأوراق المالية، و تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار.

كما أن استثمار الأموال في المشروعات الكبيرة دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لهذه الأموال ، ومنه فإن سوق الأوراق المالية و خاصة السوق النشطة في التعامل يمكن أن تحقق معظم رغبات المتعاملين و بالقدر الذي يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في جدول التعامل إلا أنه يجب الذكر بأن ليس كل ورقة مالية تتمتع بنفس الدرجة من السيولة<sup>(2)</sup> .

<sup>1</sup> - حسين بني هاني ، مرجع سابق ، ص-ص 9-10 - (بتصرف قليل)

<sup>2</sup> - زكريا سلامة عيسى الشطناوي ، مرجع سابق ، ص-ص 55-56 .

## الفرع الثاني : مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية

هذه الوظيفة الأساسية الثانية مرتبطة ارتباطاً وثيقة بالوظيفة الأولى فلا يجب أن توفر السوق السيولة أو تحويل الأوراق المالية إلى نقد على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع الأوراق المالية كلما إحتاج لذلك، فإنه يحرص أيضاً على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته، وسوق الأوراق المالية لها دور في تحقيق عدالة الأسعار و ذلك من خلال إلتقاء الواسع للطلب و العرض، فهي (السوق) بما لديها من خبرة و أجهزة و إمكانات و إتصالات السماسرة بعضهم ببعض واتصالاتهم بعملائهم تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعراً عادلاً للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطراً<sup>(1)</sup>.

أيضاً تساهم السوق في تحقيق السعر المناسب وذلك عن طريق التزام الشركات المقيدة أو المدرجة بضرورة توفير المعلومات الكافية عن أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم و بذلك يتمكن المتعاملون من تقسيم الأوراق المالية المتداولة على أسس معلومة و التصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق و بالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي و التي قد تنتج لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من الأوراق المالية .

## الفرع الثالث : تمويل خطط التنمية الاقتصادية

بما أن الدولة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لعمليات التنمية، فلا بد أن تلجأ إلى عملة الإقتراض الخارجي وتحمل مساوئه و مخاطره مثل تراكم المديونية و تزايدها، بالأخص بالنسبة للدول النامية، حيث تقوم الدولة بإشراك القطاع الخاص في هذه المشاريع وذلك بعد طرح أسهم هذه المشروعات في سوق الأوراق المالية للاكتتاب العام وذلك يهدف تمويل هذه المشروعات<sup>(2)</sup>.

كما تساعد سوق الأوراق المالية على منح قروض بشروط مناسبة و تكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك أو القروض الخارجية، فالبنوك التجارية لا تستطيع القيام بأعمال التمويل المتوسط و طويل الأجل لأنها محكومة بتغير المخاطرة و السيولة، كما يحدد نوعاً ما من نشاطها قوانين البنك المركزي و منها تحديد سعر الفائدة<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص -ص، 301-302

<sup>2</sup> - جمال جويدان الجمل، دراسات في: الأسواق المالية والنقدية، دارالصفاء، الأردن، ط1، 2002، ص، 20.

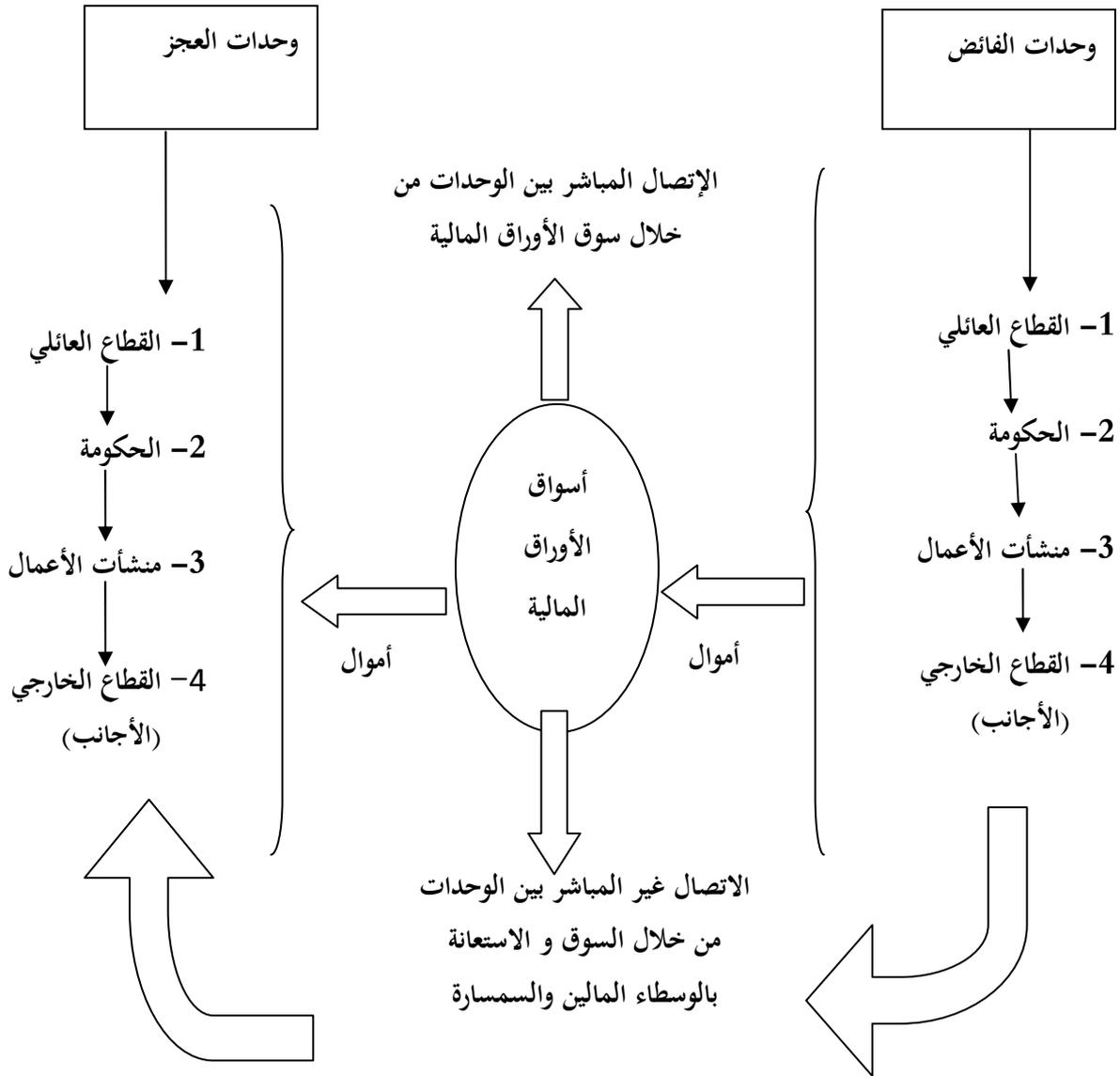
<sup>3</sup> - زاهر يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006، ص، 6.

## الفرع الرابع : تعبئة المدخرات

تتضح أهمية أسواق الأوراق المالية في العمل كونها حلقة وصل بين الادخار و الاستثمار، فهي تمثل القناة التي يتم من خلالها تمويل الوحدات التي تحقق فائضا (surplus units) إلى الوحدات التي تعاني عجزا (deficient units) ، إذ تسهم سوق الأوراق المالية في التنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية من خلال تزويد السوق بالسيولة بشكل مستمر عن طريق إجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم و السندات حيث تلعب السوق دورا مهما في تشجيع صغار المدخرين و المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا و شراء، فالسوق المالي يسهم في تزويد المتعاملين معه بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة، الأمر الذي يوفر للمدخر و المستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر التقلب في الأسعار وفي نفس الوقت تقلل السوق من أعباء و تكاليف المعلومات مما يشجع للأفراد و القطاعات الأخرى على الادخار و الاستثمار، و بالتالي تعمل السوق على الموازنة بين قطاعات فائض و قطاعات العجز المالي<sup>(1)</sup>، بما يخدم كذلك تمويل الخطط و المشاريع الاستثمارية للقطاع الخاص و العام، و الشكل رقم (02) يظهر دور سوق الأوراق المالية في الجميع بين القطاعات المقرضة والمقترضة

<sup>1</sup> - عباس كاضم الدعيمي، مرجع سابق، ص- ص، 121- 122 (يتصرف قليل)

(02) دور سوق الأوراق المالية في الجمع بين القطاعات المقرضة والمقرضة .



المصدر : دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية، دارة المسيرة عمان، ط1 ، 2012 ، ص 40

الفرع الخامس : سوق الأوراق المالية مرآة النشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ

تمثل سوق الأوراق المالية همزة وصل بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المصارف و الشركات والمشروعات ، المدخرين ... الخ، الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار و معدلات الادخار و الاستثمار ، و هي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد القومي ، و تسهم في الدراسات التي

تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة، كما تحدد سوق الأوراق المالية الاتجاهات العامة للتنبؤ إذا أنها المركز الذي يتم فيه تجميع و تسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي<sup>(1)</sup>

كما تمكن سوق الأوراق المالية من الحكم على كفاءة السياسات النقدية و المالية للدولة، وتسهل الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياسيين المالية و النقدية، ليكمل بعضهما البعض بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة<sup>(2)</sup>.

كما أن التاريخ الاقتصادي للدول المتقدمة أظهر قدرت سوق الأوراق المالية على تنبؤ بفترات الكساد والنشاط دون استثناء، وذلك قبل حدوثها بمدة تتراوح بين 6-24 شهرا، حيث يقول روبرت سالمون "سوق الأوراق المالية يمكن أن تكون إحدى المؤشرات الرئيسية العامة التي تبين أو تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي إلا أنه ليس مؤشرا كاملا، وذلك لأنها تعكس توقعات المستثمرين التي قد لا تصيب في جميع الأحوال ومع هذا فإن سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشرا هاما لاتجاهات المستثمرين ومقياسا جيد لما يحمله الاقتصاد في المستقبل"<sup>(3)</sup>.

#### الفرع السادس : تحويل الخطر و الانتظار

يعتبر الاستثمار المادي من مجالات الأعمال التي تواجه المخاطر وذلك نتيجة لعدم التأكد المرتبط بحجم الطلب على السلع و الخدمات التي يقدمها هذا المشروع الاستثماري بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي تؤثر على الأرباح المستقبلية لهذا الاستثمار، ولقد كان لإصدارات الأوراق المالية من خلال سوق الأوراق المالية دورا هاما في السماح للعديد من صغار المستثمرين بتقديم رأس المال المخاطر لتمويل عدد كبير من الصناعات وقد ساهم هذا الدور في قيام المستثمرين بإختيار مجالات الاستثمار التي تحقق أكبر عائد على أموالهم مقابل تحمل المخاطر المرتبطة بهذا العائد .

كما أن دور سوق الأوراق المالية في توفير سوق أولى للأوراق المالية، فإن لها دورا آخر كسوق ثانوية حيث يتم تداول الأوراق المالية من خلالها، طالما لم يلحق تاريخ استحقاق تلك الورقة، وقد يمتد تداول الأوراق المالية إلى ما لانهاية، حيث يتم تداول السهم طالما أن الشركة المصدرة له مستمرة في الوجود، ومنه فإن الاحتفاظ بورقة مالية معينة حتى تاريخ استحقاقها يؤدي إلى حصول حامل الورقة المالية على قيمة الاسترداد لها من مصدر هذه الورقة، إلا أنه لا يشترط الاحتفاظ بالورقة المالية حتى تاريخ الاستحقاق، إذا أن وجود سوق للأوراق المالية يمنع

1 - أحمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص- 48- 49

2 - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 46 .

3 - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص، 50 .

وجوب انتظار المستثمرين حتى تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي يملكونها حتى يستردوا أموالهم<sup>(1)</sup> مما يوفر تكلفة الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق بالنسبة للمستثمرين خاصة في حالة رغبتهم في تعديل مكونات محفظتهم المالية مع ما يتماشى مع توقعاتهم المستقبلية .

### المطلب الثالث: إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة

يتم التعامل على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية بالتداول بيعا و شراء من خلال السوق الثانوية، و تختلف إجراءات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية من بلد إلى آخر، كما يختلف تنظيم السوق الحاضرة عن السوق الآجلة (العمليات الفورية والعمليات الآجلة)، وإن كانت تتفق جميعها في أن التعامل أو عمليات السوق تجب أن تتم وفق قواعد و إجراءات تنظيمية تحقق ما تهدف إليه أسواق الأوراق المالية من المتاجرة في الأوراق المالية وتسجيل عملياتها وتسوية صفقاتها، و الجدير بالذكر أنه يصعب القول أن هناك قواعد نمطية ثابتة لآلية قيام الوسطاء بإنجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعا، إلا أن ذلك يمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي الأوامر (ordres) و التنفيذ (Exécutive) التي يقوم بها الوسطاء في السوق الأوراق المالية.

### الفرع الأول : أوامر سوق الأوراق المالية المعاصرة

يقصد بأوامر سوق market ordres التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء في أن يبيع أو يشتري له في سوق الأوراق المالية أوراقا مالية معينة و لا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط، و يجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل الردهة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط، حيث تنفيذ الأمر و إجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في سوق الأوراق المالية محل تنفيذ العملية<sup>(2)</sup> مما سبق نلاحظ أنه أوامر السوق يمكن أن يتم تقسيمها إلى مايلي :

**أولا : حسب حجم الطلب:** في هذا المجال نميز بين نوعين من الأوامر

**أ- الأوامر على أساس وحدة التعامل أو مضاعفاتها . round lot**

ويقصد بها الأوامر غير الكسرية (round lot) أي تلك التي يشتمل الأمر فيها على 100 سهم أو مضاعفاتها (200 سهم، 300 سهم، 400 سهم... الخ) ومنه فإن أساس وحدة التعامل هو 100 سهم<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص- ص، 38- 40

<sup>2</sup> - محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين إختصاص المعالم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط 1، 2004، ص، 99

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دارالمعارف، الإسكندرية، 2002، ص، 123.

ب- الأوامر على أساس أجزاء وحدة التعامل . **odd lot**

إذا كان الأمر يقبل من وحدة التعامل ، يعد الأمر قطاعي (odd lot) أي أمرا كسريا مثل أوامر الشراء أو بيع لعدد قدره سهم واحد أو عشرة أسهم أو تسعة عشرة سهما من إصدار معين ، أما إذا كان الأمر 132 سهما من إصدار معين يتم التعامل مع الأمر على أنه نوعين من الأوامر أي يتم تداول (100) سهم من الإصدار على أساس وحدة التعامل (round lot)، و باقي الأسهم (32) يتم تداولها على أساس كسر لوحدة التعامل (odd lot)<sup>(1)</sup> .

وعادة ما تكون تكلفة السهم (الأوراق المالية) داخل الكمية الكسرية (odd lot) أعلى من مثيله في الكمية غير الكسرية (round lot) وذلك لسببين<sup>(2)</sup> ، السبب الأول هو أن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله في داخل الكمية غير الكسرية ، أما السبب الثاني فيتمثل في أن سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة ما يضاف إليه نسبة إضافية (odd lot differential).

ثانيا : حسب طرق تحديد السعر لأوامر البيع أو الشراء: وتنقسم أوامر السوق في هذه الحالة إلى مايلي:

أ- أوامر محددة : ( **limit ordores** )

يعد السعر المحدد من طرف المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ ( **limit price** )، فعند أمر الشراء المحدد فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ أو مساو له، وبينهما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه على أساس سعر أعلى من سعر التنفيذ أو يساويه لذلك فإن القيام بتنفيذ الأمر من قبل السمسار يرتبط بإعلان للسعر الذي يتناسب مع السعر المحدد (للشراء أو للبيع) ومثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية ، كما أنه يمكن للسمسار اللجوء إلى المتخصصين لتلبية طلبه أو أن سيسجل طلبه لديهم للتنفيذ عند الوصول إلى السعر الذي يتناسب مع السعر المحدد للشراء أو البيع<sup>(3)</sup> .

ب- أوامر السوق : **market orders**

إن الأوامر بسعر السوق هي الأوامر التي تعطى للوسطاء من دون تحديد السعر ، و هي تنفذ وفقا لشروط السوق، فالأمر بسعر السوق لا يتوافق مع أية إشارة للسعر أي أن المستثمر المشتري أو البائع لا يشير تماما إلى أي سعر محدد ، وهذه الأوامر (أوامر السوق) هي الأكثر شيوعا ، بمقتضاها يطلب العميل من السمسار تنفيذ

<sup>1</sup> - صلاح الدين جودة ، مرجع سابق ، ص، 43 .

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق، ص، 124 .

<sup>3</sup> - محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص، 250 .

العملية المطلوبة على وجه السرعة و بأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل وقت صدور الأمر، و يتطلب هذا الأمر من السمسار بعض المهارة الخاصة ليبدل أقصى جهده للحصول على أفضل سعر للعميل أو المستثمر .  
ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة و الضمان ،أما عيوبه كون أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق <sup>(1)</sup> .

### ثالثا : حسب النطاق الزمني لتنفيذ الأوامر

حسب هذا المعيار الزمني يمكن التمييز بين أنواع عدة للأوامر للسوق الأوراق المالية كما يلي:

#### أ- الأوامر لمدة يوم واحد: day's orders

يستمر الأمر لمدة يوم واحد في التعامل و هو ساري المفعول حتى يتم إنتهاء اليوم أو حتى يتم تنفيذ الأمر ، أو حتى أن يتم إيقافه بواسطة العميل ، و يقوم السمسار بإدخال كافة الأوامر التي ترد إليه كأوامر لمدة يوم واحد ، هذا و تعتبر أوامر السوق (حسب التقسيم السابق ) أوامر يومية نظرا لعدم تحديد سعرها ، و يرجع تحديد مدة الأمر بيوم واحد إلى ظروف السوق و الشركة، فقد تتغير بشكل ملحوظ بين اليوم و الليلة <sup>(2)</sup>

#### ب- أمر محدد بأسبوع أو شهر : week or month orders .

هو الأمر الذي ينتهي بنهاية الأسبوع فإذا صدر الأمر مثلا يوم الاثنين فإنه يظل ساري المفعول إلى نهاية يوم الخميس بالبورصات العربية ويوم الجمعة في بورصة نيويورك ،وكذلك الأمر الذي مدته شهرا حيث ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه ،وقد تتحدد مدة الأمر للأكثر من شهر وقد تتحول إلى أمر مفتوح المدة <sup>(3)</sup> .

#### ج- الأمر المفتوح المدة : open orders

وتسمى كذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء و هي أوامر لا حدود زمنية في تنفيذها ، حيث تكون سارية حتى يلغها المستثمر ،لذلك فإن بعض البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتداخلات و المشاكل خاصة التحسب لتأثير التغيير في المعلومات <sup>(4)</sup> ، و هناك أوامر مرتبطة بالزمن ولكن لها مواصفات خاصة.

1- أوامر التنفيذ أو الإنهاء fill or kill orders وتعني بتنفيذ الأمر (شراء أو بيع) فورا وبخلافه يعد

لاغيا .

2- الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها all or no orders

3- الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أو جزء من الطلبية حال الوصول و الجزء غير قابل للتنفيذ يعد لاغيا

<sup>1</sup> - أشرف محمد دوابه ،نحو سوق مالية إسلامية، دار السلامة ،الإسكندرية ، ص ، 98 .

<sup>2</sup> - صلاح السيد جودة ، مرجع سابق، ص ، 46 .

<sup>3</sup> - أشرف محمد دوابه ، مرجع سابق، ص-ص، 100-101 .

<sup>4</sup> - محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص، 249 .

4- الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسهم وفق المواصفات (زمن، سعر، كمية) أو حرية التصرف

لواحدة منها، لذلك يطلق عليها أمر الحر (حسب مقتضى الحال)، (discretionary order)

رابعاً: الأمر حسب السعر و وقت التنفيذ

هذا التمييز لأوامر السوق يدمج بين السعر و الوقت أو مدة تنفيذ الأمر و يمكن هنا أن نوضح نوعان من هذه الأوامر وهي<sup>(1)</sup>.

أ- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة

يقصد بالأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية معينة الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة الزمنية

ب- الأمر المفتوح في حدود سعر معين

يقصد به الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، و يتلائم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه الثقة بأن إعطاء وقتاً كافي لأمر كفيل بتنفيذه بشروط التي يريها، أما ما يعاب على هذا النوع من الأمر أنه إذا لم يصل السعر في السوق إلى السعر المحدد من طرف المستثمر أو العميل فإن السهم لن ينفذ الأمر أبداً مادام سعر السوق كذلك.

خامساً: الأوامر الخاصة

تضم الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف المتعلقة بالبيع و الشراء وأمر الإيقاف المحدد.

أ- أوامر الإيقاف : وهو أمر لا ينفذه إلا إذا بلغ السهم مستوى معين أو تعدها و تقسيم إلى نوعين<sup>(2)</sup>:

1- أمر إيقاف يتعلق بالبيع: stop-loss-order

و فيه يصبح السهم ملزماً على أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو إنخفض عنه، فلو أن أحد المستثمرين يمتلك أسهم سبق وأن اشتراها بسعر 50 جنيهاً للسهم الواحد، بينما السعر السائد في السوق 60 جنيهاً للسهم، ومن بين توقعاته استمرار انخفاض أسعار السوق للأسهم، عندها يصدر أمر للسهم بالبيع إذا ما إنخفض السعر إلى 55 جنيهاً مثلاً وإذا لم يتمكن السهم من إبرام الصفقة عند هذا

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 130.

<sup>2</sup> - أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص 102-103.

السعر واستمرت الأسعار في انخفاض عن 55 جنيهاً، يظل السمسار ملزماً بتنفيذ الأمر عند أي سعر يمكن استرداكه، وهكذا يتحول أمر الإيقاف (إيقاف الخسائر) إلى أمر بسعر السوق بمجرد وصول سعر السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر.

## 2- أمر الإيقاف يتعلق بالشراء: stop-buy-order

وفيه يقوم المستثمر بشراء سهم، وإذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها فلو أن التوقعات تنبأ بمستقبل مزدهر بخصوص سهم معين، إلا أن المستثمر لا يثق بهذه التوقعات، عندها ولحماية نفسه يمكنه إصدار أمر إيقاف، وإذا كان السعر الذي يباع به السهم في السوق هو 50 جنيهاً فقد يصدر المستثمر الأمر للسمسار بالشراء إذا بلغ سعر السهم 52 جنيهاً أو تعدها وبذلك يصبح أمر الإيقاف الشراء أمر بسعر السوق وتعتبر أوامر الإيقاف سواء أكانت للبيع أو الشراء أداة للحد من تضائل الأرباح أو الحد من الخسائر التي قد يتحملها المستثمر.

## ب- أمر الإيقاف المحدد stop-limit order

تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع وحداً أقصى لسعر الشراء ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو السعر الأفضل منه، وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر في الصالة يتوجه إلى المتخصص الذي يتعامل مع هذا النوع من الأسهم وذلك طالما أن السعر لم يهبط (حالة البيع) ولم يرتفع (حالة الشراء) عن السعر الذي حدده المستثمر في الأمر<sup>(1)</sup>.

## الفرع الثاني: تكاليف تنفيذ الأمر وتسوية الصفقات

### أولاً: تكاليف تنفيذ الأوامر

ينطوي تنفيذ الأمر على نوعين من التكاليف، تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة<sup>(2)</sup>.

#### أ- تكاليف مباشرة

تعتبر التكاليف المباشرة Transaction cost من أهم عناصر التكاليف المباشرة وتمثل 4% من قيمة الورقة المالية تقريباً، ومن أهم عناصرها عمولة السمسرة، والربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص) والذي يتمثل في الهامش بين سعر البيع وسعر الشراء، بالإضافة للضريبة و الرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية و البورصة و ذلك عن كل صفقة يتم إبرامها.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص، 133.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص-ص، 488-489.

كما تختلف تكاليف الأوراق المالية في حد ذاتها إذا كانت صفقات كسرية أي حجم الطلبات بالكميات الكسرية وحجم الطلبات بالكميات على أساس وحدة التضاعف كم أشرنا لها سابقا ، بالإضافة للفوائد على الأموال المقترضة بغرض تمويل عمليات الشراء الهامشي بالإضافة إلى الضريبة المدفوعة على الأرباح التي يحققها المستثمر.

### ب- التكاليف غير المباشرة

إلى جانب التكاليف المباشرة هناك تكاليف غير مباشر و التي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أي العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمارية أخرى ، إضافة إلى تكاليف الوقت و الجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الإستثمار فيها، لذلك ينبغي أن ينتبه المستثمر إلى أنه إذا كان هامش مجمل الربح المتوقع من الصفقة ما صغيرا نسبيا ، فإن احتمال بأن تزيد التكاليف عن قيمة الهامش ، فيتعرض المستثمر للخسائر .

### ثانيا : تسوية الصفقات

بالنسبة لتسوية المعاملات بعد تنفيذ الأمر ، فهي محدد قانونا في أسواق الأوراق المالية المنظمة ، حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر و إستلام المبلغ ، و السمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملات مع المتخصص أيضا ، وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق المالية محل الاستثمار مع الإشارة إلى أنه يتم خلال يوم التسوية رفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة و الرسوم<sup>(1)</sup> .

والتسوية قد تكون نقدية كما وضحنا سابقا وقد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السمسار أو ما يسمى بالتعامل بالمكشوف .

أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة الملكية فيمكن الاحتفاظ بها لدى السمسار، أو إبقائها في بيت السمسرة الوكيل، وقد تبقي ملكيتها لصالح بيت السمسرة مسجلة بما يعرف بإسم الشارع street name وهنا يمكن التمييز بين نوعين من عمليات على المكشوف :

### أ- الشراء بالهامش :

يمارس المستثمر عملية الشراء بالهامش من خلال فتح حسابا للهامش ( margin account ) لدى بيت السمسرة ، و بمقتضى اتفاق خاص يقوم السمسار بالحصول على قرض من بنك لتغطية الفارق بين قيمة الصفقة و بين القيمة المدفوعة كهامش من طرف المستثمر ،على أن توضع الأوراق كرهن لسداد قيمة

<sup>1</sup> - محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص- 254 - 255 .

القرض و تسجل الأوراق المشتراة باسم بيت السمسرة و ليس باسم العميل الذي أبرمت الصفقة باسمه<sup>(1)</sup> وحقيقة أمر الهامش المبدئي هو عبارة عن هامش أمان للسمسار، فلو افترضنا أن قيمة الصفقة 5000 دولار بينما دفع المستثمر 3000 دولار من قيمة الصفقة هذا يعني هامش أمان للسمسار معدله 60 % في حالة انخفاض الأسعار الأوراق المالية محل الصفقة بنسبة 60% أي 3000 دولار، يظل السمسار قادرا على استرداد قيمة القرض الذي طلبه من البنك و المقدر بـ 2000 دولار من خلال حصيلة بيع الأوراق التي عنده ، و المسجلة باسم بيت السمسرة ،ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (01) يوضح حساب العميل عند السمسار في عملية الشراء بالهامش

الأصول		الخصوم	
أسهم	5000	- حقوق الملكية	3000
100 سهم 50× دولار لسهم الواحد		- قرض من السمسار	2000

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق.

في حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية في السوق فإن المستثمر هو الذي يتحمل الخسارة أو الفارق في سعر الشراء وسعر السوق و إنخفاض قيمة الأسهم محل الصفقة يعوضه السمسار من حقوق ملكية المستثمر (الهامش المبدئي) كما يلي :

جدول رقم(02) يوضح وضعية حساب العميل عند السمسار في حالة تراجع أسعار السوق

الأصول		الخصوم	
الأسهم	4000	حقوق الملكية	2000
100 سهم 40× دولار لسهم الواحد		- قرض من السمسار	2000

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق.

و تجدر الإشارة على أن هذا النوع من القروض يطلق عليها القروض القابلة للاستدعاء (Call loan) على أساس أن البنك يمكنه المطالبة باسترداد قيمة القروض في أي وقت ، و يدفع السمسار للبنك معدل فائدة يقارب الحد الأدنى لمعدل الفائدة في السوق تقريبا (Prime rate) أما سعر الفائدة الذي يدفعه العميل

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق، ص، 136 .

للسمسار فيزيد عن سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك بما يتراوح بين 0.5% و 2% وتمثل هذه الزيادة عائدا إضافيا للسمسار أو بيت السمسرة<sup>(1)</sup>.

### ب- البيع على المكشوف - البيع القصير (Short Selling):

يجري تنفيذ البيع على المكشوف عن طريق إقتراض أوراق مالية ثم سداد قيمتها في مرحلة لاحقة ، لذلك فإن القرض يمثل وثائقا ملكية أوراق مالية وليس مبلغ مالي يجري تسديده بإعادة الوثائق (أو حتى يمكن سداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق) لذلك لا يترتب على عملة الاقتراض فائدة<sup>(2)</sup>.

لذا فإن عملية البيع القصير (Short Selling) هي عبارة عن المتاجرة بالمراكز القصرة Short position أي أن الوسيط أو السمسار يقوم بإعادة تغطية مركزه لاحقا من خلال شراء الأسهم محل التعامل من السوق و إعادتها إلى المقرض أو تسليمها إلى المشتري في الموعد المتفق عليه، و في هذه الحالة يقال أن المستثمر غطى مركزه القصير و الربح المتحقق هو الفرق بين سعر الشراء و السعر الذي باع به السهم و في الحقيقة أن البيع القصير يتضمن نوع من المضاربة على انخفاض الأسعار لاحقا ووفقا لتوقعات المستثمر<sup>(3)</sup>.

### المطلب الرابع : عمليات سوق الأوراق المالية المعاصرة.

تتم عمليات سوق الأوراق المالية وفق زمن تنفيذها إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة كما يلي :

#### الفرع الأول : العمليات العاجلة.

هي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية و بعد إتمامها يسلم البائع فيها الأوراق المالية\* و يسلم المشتري ثمنها حالا أو خلال مدة وجيزة 24 ساعة في أغلب أسواق الأوراق المالية ، حيث يحتفظ المشتري بتلك الأوراق و يستفيد من أرباحها ويتحمل خسائرها<sup>(4)</sup>، ويرجع اللجوء المتعاملين في سوق الأوراق المالية للعمليات العاجلة للسببين التاليين : الإحتفاظ بالأوراق المالية من أجل تحصيل توزيعات الأرباح عليها ، المضاربة على إرتفاع أسعارها متى تحقق توقعات المستثمر .

1 - منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 491.

2 - محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص، 265 .

3 - أرشف فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص، 114 .

\* يتم تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة وفق العرض والطلب وقد يأخذ العرض والطلب عدة أشكال منها نقطة التوازن (عرض =الطلب) التسعير بالمناداة أو المعارضة (أي تقدم أو عرض البيع والشراء في سجل خاص ويتم تحديد السعر) أو التسعير بواسطة الصندوق (مثل التسعير بالمعارضة لكن بدلا من التسجيل في سجل خاص توضع بطاقات السماسرة تعبر عن حجم الطلب والعرض ثم تقوم إدارة البورصة بتحديد السعر)

4 - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص-ص، 184 - 185 .

## الفرع الثاني : العمليات الآجلة.

لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق في هذه الحالة لدى عقد الصفقة بل يتم ذلك بعد فترة زمنية عند تاريخ التصفية Settelement date و يوجد فيها عدة عمليات آجلة منها: العمليات ثابتة أو الباتة النهائية لا يمكن فسخها أو إلغاؤها بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها ، و عمليات شرطية جزائية أو إختيارية و منه فإن هذه العمليات تتخللها كثير من المخاطر المتعلقة بالأسعار وعدم القدرة على التنفيذ لذلك حددت و إشتراطه أنظمة سوق الأوراق المالية علي المتعاملين في السوق الآجلة إيداع تأمين مالي لحين تنفيذ الصفقة نهائية و يسمى هذا التأمين تأمين التغطية<sup>(1)</sup> و تتضمن العمليات الآجلة ما يلي :

## أولاً : العمليات القطعية (الباتة)

هي عمليات يلتزم بموجبها كل من البائع و المشتري على أن يقوم بتصفيتهما بتاريخ معين و هي تجري على نوعين هما إما موعد التصفية نهاية الشهر الجاري ، أو موعد التصفية نهاية الشهر المقبل .  
و يمكن أن يتضمن البيع القطعي شرط الخيار أو التنازل عن الأجل لصالح المشتري ، حيث يلجأ لإيقاف حركة هبوط الأسعار و المشتري في هذه الحالة ليس ملزماً على انتظار تاريخ التصفية Settelement date بل يمكنه أن يطلب من الوسيط أو السمسار في سوق الأوراق المالية أن يقوم ببيع الأوراق المسجلة بحسابه

## ثانياً : العمليات الشرطية

و تضم العمليات الشرطية على الصعود ، التي يكون فيها الخيار للمشتري بين إستلام الأوراق المالية و بين التخلي عن التعويض ، بالإضافة إلي العمليات الشرطية علي الهبوط وهي التي يكون الخيار فيها للبائع بين تسليم الأوراق المالية أو التخلي عن التعويض .

## ثالثاً : العمليات مع الخيار

يحق لكل من المتعاقدين الاستزادة من البيع عند حلول الأجل المتفق عليه وله أشكال مختلفة : الخيار لمصلحة المشتري ، الخيار لمصلحة البائع ، الخيار المزدوج .

## الفرع الثالث : عمليات المضاربة (the Speculation)

المضاربة هي شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلي في وقت آخر ، وقد توصف المضاربة بأنها المراجعة عبر الوقت ، أي الشراء في وقت ما والبيع في وقت آخر ، ومنه فإنه لا يمكن معرفة الأسعار إلا بالتقدير الذي يمكن أن يكون صحيحاً أو خاطئاً ، وهي عكس المراجعة عبر المكان ، أي شراء في مكان ما و البيع في مكان آخر ، فالسعر معروف في هذه الحالة ومنه تعرف المضاربة اقتصادياً كما يلي :

<sup>1</sup> - وليد صافي ، أنس البكري ، الأسواق المالية والدولية ، دار المستقبل ، عمان ، ط1 ، 2009 ، ص -ص ، 235- 236 .

"هي عملية بيع أو شراء صوري ليس بغرض الاستثمار ولكن بهدف الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا ، حيث ينخفض معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية و بين القيمة الاسمية (الحقيقية ) من ناحية أخرى"<sup>(1)</sup>

وتتضمن المضاربة نوعان هما المضاربة بالصعود في حالة تنبأ المضارب بارتفاع أسعار الأوراق المالية و المضاربة بالنزول في حالة توقعه انخفاض أسعار الأوراق المالية فيقوم بعملية البيع القصير أو البيع علي المكشوف الذي تطرقنا له سابقا .

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص171 .

## المبحث الثالث : مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة

تعتبر مؤشرات سوق الأوراق المالية من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية و الدولية من أجل توقيت استثماراتهم و تنفيذها كذلك لرصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها ، وبالتالي التعرف علي اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية الأمر الذي يمنح فرص أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار .

لذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مؤشرات سوق الأوراق المالية من حيث تعريفها أهميتها والعوامل المؤثرة فيها بالإضافة إلي كيفية بناء مؤشرات السوق ثم أهم أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة .

**المطلب الأول : مؤشرات سوق الأوراق المالية ، تعريفها ، أهميتها ، العوامل المؤثرة فيها .**

**الفرع الأول : تعريف المؤشرات :**

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية ، وبالتالي يمكن التعرف علي تحركات السوق سواء لأعلي أو لأسفل ، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها<sup>(1)</sup> .

كما يمكن أن يعرف مؤشر السوق كما يلي : "يمثل مؤشر السوق market index قيمة رقمية مطلقة absolut بصورة متوسطة average أو أرقام قياسية indeces تصلح لعمليات المقارنة comparing والملاحظة watching والتتبع following و القياس measuring، للتغيرات الزمنية time series أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم الدولية في مستوى زمني معين"<sup>(2)</sup>

**الفرع الثاني : أهمية وجود مؤشرات للسوق**

تبرز أهمية وجود مؤشرات لسوق الأوراق المالية أو فوائد استخدامها في ما يلي<sup>(3)</sup> :

✓ يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي ، إذ يتكون من أسهم الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية ، لذا فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية ، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في السوق الأسهم ، و بالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعة ، الإسكندرية، 2005 ، ص ، 251

<sup>2</sup> - محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص ، 289 .

<sup>3</sup> - عباس كاظم الدعوى ، مرجع سابق ، ص ، 175

- ✓ تساعد المؤشرات علي قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى ، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب إتجاه السوق ، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق .
- ✓ التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق ، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ علي المؤشرات (أو ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل ، كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه ، إذا ما توصل المحلل إلي معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية لإتجاه حركة الأسعار في السوق<sup>(1)</sup>
- ✓ أحد الإتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له ، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقصان فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق<sup>(2)</sup> .
- ✓ إن الأساسي النظري لقيام السوق للأوراق المالية هو مقارنة وتبادل الأصول المالية ، لذلك فعندما يعكس مؤشر حالة السوق ، فإنه يساعد على تغير محفظة أسهم السوق وكأنه يقدم نموذجاً لمدراء المحافظ الاستثمارية أو حاملي الأوراق الفرديين أو المؤسسات المالية الوسيطة لمبادلة أصولهم ببعض وفق نموذج العائد الذي يعكس مؤشر السوق بعائد المستثمر لمستوى مخاطرة معينة ، وهو ما ينجم عن التعرف علي النجاح النسبي والفشل النسبي في القرارات الاستثمارية<sup>(3)</sup>
- كما يسمح وجود مؤشرات سوق الأوراق المالية بما يلي<sup>(4)</sup> .
- تقدير درجة حساسية أسواق الأوراق المالية ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسات الدولية أو اتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر وأسباب مختلفة، مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها علي أسواق أوراق المال وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية .

1 - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق .ص195

2 - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم عيد ، مرجع سابق .ص252 .

3 - محمود محمد الداغر ، مرجع سابق ،ص299

4 - هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء ، عمان ، ط1 ، 2003 ، ص .199

➤ الاعتماد علي مؤشرات أسواق الأوراق المالية كأساسي لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية و التبادل الأمريكية securities and exchange commision وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في العام 2002 من خلال مؤشرات الربحية في أسواق الأوراق المالية

### الفرع الثالث : العوامل المؤثرة في مؤشرات السوق

هناك عوامل عديدة مؤثر على مؤشرات سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها علي عمليات البيع والشراء وعلي أسعار الأسهم التي تشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وهذه العوامل تتمثل في ما يلي (1) .

- ✓ مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي
- ✓ قدرة المتعاملين علي استخدام الإشاعات للتأثير علي حركة الأسعار وحجم التداول
- ✓ التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية
- ✓ طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي خاصة وأن الشركات الكبيرة تؤثر علي الشركات الصغيرة .

### المطلب الثاني : أسس بناء أو تكوين المؤشرات

لكي يتم تكوين مؤشرات لسوق الأوراق المالية ويتميز هذا المؤشر بعدم التحيز ويمثل السوق جيدا فإنه لا بد من مراعاة الشروط التالية: (2)

### الفرع الأول : حجم العينة

حجم العينة والممثلة في المؤشر، إذ لا بد أن يكون معنويا بمعنى أن يكون جزءا كبيرا من الأسهم في سوق الأوراق المالية ، وكلما زاد هذا الجزء ، كلما كان المؤشر المحسوب على هذه العينة ممثلا للسوق ويمكن الوثوق به، وبالطبع يفضل استخدام كل الأسهم المقيدة في السوق والمتداولة فيه ، إلا إذا كان بعض هذه الأسهم يعاني من مشكلات معينة خاصة مشكلة عدم التعامل بهذه الأسهم أو إن كانت أسعارها لا تمثل القيمة الحقيقية لها وإلا أعطى المؤشر في هذه الحالة القيمة الخاطئة .

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب ، مرجع سابق ، ص- ص ، 92- 93

<sup>2</sup> - سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، القاهرة ، ص، 95 .

### الفرع الثاني : الإتساع

عند اختيار عينة لبناء مؤشر سوقي لا بد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة في السوق حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر يمثل فعلاً هذا السوق ، أما إذا كان المؤشر لصناعة معينة فالأمر هنا يختلف حيث يجب أن يتضمن هذا المؤشر عدد من عينة الشركات التي تنشط في هذا القطاع.

### الفرع الثالث : الأوزان النسبية

لا بد من تخصيص وزن لكل مفردة ( سهم ) من مفردات العينة وقد يعطي وزناً متساوياً لكل سهم في العينة أو وزن علي أساس القيمة السوقية لهذه الورقة في يوم معين وعندما يعطي وزناً متساوياً فإنه في هذه الحالة تكون كل مفردة ( سهم ) لها احتمال متساو في العينة المختارة ، أما الوزن المعطى علي أساس القيمة السوقية فإنه يعبر عن القيمة السوقية للسهم منسوبة للقيمة السوقية لكل سهم في العينة

### الفرع الرابع : المصدر

و المقصود به هو مصدر الحصول علي أسعار الأوراق المالية المكونة للعينة التي يبني بها المؤشر فينبغي في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي يتم فيه تداول الأوراق المالية<sup>(1)</sup>

### المطلب الثالث : طرق حساب مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة

يتم حساب مؤشرات سوق الأوراق المالية بعدة طرق منها المؤشرات المرجحة بالأسعار والمؤشرات المرجحة بالقيمة السوقية للسهم والمؤشرات المرجحة بالأسعار المتساوية ثم أخيراً المؤشرات المرجحة بالأسعار النسبية وفي ما يلي تفصيل كل ذلك :

### الفرع الأول : المؤشر المرجح ( الموزون ) بالأسعار

هو عبارة عن متوسط مجموعة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية مقسومة على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق والمختارة من قبل السوق ، وفقاً لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق ، مثل مؤشر داو جونز الذي يعكس أسعار 30 شركة من كبريات الشركات الأمريكية الصناعية حيث تشكل الشركات الصناعية 25 % من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداماً<sup>(2)</sup>

$$\text{ويمكن قياسه بالطريقة التالية : } \text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{الشركات عدد}}$$

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب ، مرجع سابق، ص، 94 .

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب ، الإستثمار و التحليل الإستثماري ، دار البازوري ، عمان ، 2009 ، ص، 218

مثال : لنفترض أن سوق الأوراق المالية يتكون من 4 شركات ( أي 4 أسهم تابعة لأربعة شركات )

المطلوب : - حساب مؤشر السوق لهذه الشركات ؟

الشكل رقم ( 03 ) حساب مؤشر السوق المرجح بالأسعار

الشركة	سعر السهم
A	100
B	60
C	40
D	20
المجموع	220

المصدر: دريد كامل آل شبيب ، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 218.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{220}{4} = 55 \text{ نقطة}$$

ومنه نلاحظ أن من الجدول أعلاه ان أسعار أسهم الشركات A B C D تختلف عن بعضها و إذا افترضنا تغير أسعار أسهم الشركات الأربعة كما يلي: إرتفاع سعر سهم A بنسبة 40 % وسعر سهم B 30% سعر سهم C 20% سعر سهم D 10% وبالتالي عند حساب المؤشر الجديد نجد مايلي :

الشكل رقم (04) حساب مؤشر السوق المرجح بالأسعار الجديدة (بعد الزيادة)

الشركة	سعر الأسهم
A	140
B	78
C	48
D	22
المجموع	288

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على دريد كامل آل شبيب ، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 218.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{288}{4} = 72 \text{ نقطة}$$

ومنه نلاحظ أن المؤشر المرجح بالأسعار بعد تغير الأسعار زاد المؤشر 17 نقطة، وبالتالي لو أردنا حساب معدل العائد علي المؤشر في الحالتين الأولى والثانية نجد :

$$\text{معدل العائد على المؤشر} = \frac{220-288}{220} \times 100 = 30.09\%$$

حيث 30.09% تساوي 17 نقطة التي تحصل عليها المؤشر.

### الفرع الثاني : المؤشر المرجح ( الموزون ) بالقيمة السوقية: price weighted index

يقوم هذا الأسلوب على ترجيح سهم شركة في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية ( السعر × الكمية = القيمة) و بذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده ، إذ أن القيمة قادرة علي عكس الأهمية الاقتصادية للمنشأة صاحبة السهم المدرجة في المؤشر، لذلك فالمنشآت التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منها<sup>(1)</sup> ، و بالتالي المؤشر المرجح بالقيمة السوقية يتم حسابه من خلال القيمة السوقية للأسهم آخذين بالاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة وسعر سهمها في السوق حيث نحسب القيمة السوقية للمؤشر و المؤشر المرجح بالقيمة كما يلي<sup>(2)</sup> القيمة السوقية = عدد الأسهم × سعر السهم السوقي

$$\text{قيمة المؤشر المرجح بالقيمة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية الاساسية}} \times \text{القيمة الافتتاحية للمؤشر}$$

ولتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي :فيما يلي بيانات 3 شركات في سوق الأوراق المالية ، A ، B ، C لسنة 2010

A عدد أسهمها 10000 سهم وسعر السهم 12 دولار .

B عدد أسهمها 25000 سهم وسعر السهم 25 دولار .

C عدد أسهمها 5000 سهم وسعر السهم 10 دولار .

1 - محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص، 307 .

2 - دريد كامل آل شبيب ،الاستثمار والتحليل الاستثماري ، مرجع سابق ،ص-ص، 221 - 222

وإذا تغيرت معطيات و القيم السوقية لأسهم الشركات A ، B ، C كما يلي

A : سعر السهم السوقي 10 دولار .

B : سعر السهم السوقي 30 دولار .

C : سعر السهم السوقي 10 دولار .

و إذا افترضنا أن القيمة الافتتاحية للمؤشر كانت 105 نقطة ، ونريد الآن حساب قيمة المؤشر لسنة

2011 كما يلي :

$$\text{قيمة المؤشر 2011} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية (2011)}}{\text{القيمة السوقية الأساسي (2010)}} \times \text{القيمة الافتتاحية للمؤشر (2010)}$$

$$= \frac{2011 \left[ \left( \frac{C}{10 \times 500} \right) + \left( \frac{B}{25 \times 25000} \right) + \left( \frac{A}{12 \times 10000} \right) \right]}{2010 \left[ \left( \frac{C}{10 \times 5000} \right) + \left( \frac{B}{30 \times 25000} \right) + \left( \frac{A}{10 \times 10000} \right) \right]} \times 105 =$$

$$\text{قيمة المؤشر لسنة 2011} = \frac{45000}{42000} \times 105 = 112 \text{ نقطة}$$

وبالتالي نلاحظ أن المؤشر قد ارتفع بـ 7 نقاط بسبب زيادة السعر السوقي لسهم الشركة B من 25 إلى

30 وإنخفاض سعر السهم السوقي للشركة A من 12 إلى 10 وكذلك ثبات السعر السوقي للسهم

الخاص بالشركة C

### الفرع الثالث : المؤشر المرجح ( الموزون ) الأسعار المتساوية

في هذا المؤشر فإن جميع الأسهم الداخلية في العينة المختارة لبناء المؤشر تعطي أوزاناً متساوية بصرف النظر

عن سعر السهم أو قيمته السوقية ، معنى ذلك أنه يعطي نفس الوزن لأي من الأسهم سواء كان سعره 20 دولاراً

أو 60 دولاراً وأيضاً بصرف النظر عن القيمة الكلية في السوق <sup>(1)</sup> ( قيمة كلية = عدد الأسهم × السعر السوقي

للسهم).

وهذا المؤشر يقوم علي افتراض هام وأساسي وهو أن المستثمر سوف يقوم باستثمار مبلغاً متساوياً في كل

سهم من الأسهم المكونة للمحفظة أي أن المستثمر الذي يرغب في استثمار مبلغاً من أمواله قدره ، 1500

دولار، عليه أن يوزع هذا المبلغ بالتساوي علي جميع الأسهم في المحفظة ، فإذا كان لدينا ثلاثة أسهم لثلاثة

شركات A ، B ، C . فإن المستثمر سوف يستثمر 500 دولار في كل سهم وذلك بشراء عدد معين من

الأسهم وفق سعرها والمبلغ المخصص للاستثمار في هذا السهم كما يلي :

<sup>1</sup> - سعيد توفيق عيد ، مرجع سابق ، ص ص ، 99 - 100

الجدول (05) ، حساب مؤشر السوق المرجح بالأوزان المتساوية

الشركة	سعر السهم	عدد الأسهم	المبلغ
A	50	10	500
B	100	5	500
C	10	50	500
المجموع	/	65 سهم	1500 دولار.

المصدر ، سعيد توفيق عبيد ، مرجع سابق ، ص ، 100

وبالطبع فإن مثل هذا المؤشر الذي يعطي أوزاناً متساوية للأسهم (من حيث المبلغ المراد استثماره في عدد معين ومختلف من الأسهم) فإنه يتجاهل حجم المنشآت المصدرة للأسهم.

الفرع الرابع : المؤشر المرجح (الموزون) بالأسعار النسبية **relative Price index**

تقوم هذه الفكرة في حساب مؤشر مرجح بالأسعار النسبية علي أساس تحديد العائد النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يتم حساب العائد النسبي بقسمة سعر السهم في اليوم الثاني ناقص سعر السهم في اليوم الأول على سعر السهم في اليوم الأول، ثم يتم بعد ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر ويمكن توضيح ذلك كمايلي<sup>(1)</sup>

$$1- \text{حساب السعر النسبي لكل سهم} = \frac{\text{سعر السهم في اليوم الثاني}}{\text{سعر السهم في اليوم الأول}}$$

2- حساب المتوسط الهندسي و يساوي جداء الأسعار النسبية لكل الأسهم مرفوعة إلى القوى  $\frac{1}{n}$  أي

$$\frac{1}{\text{عدد الأسهم}}$$

مثال : لدينا مؤشر افتراضي يتكون من ثلاثة أسهم لثلاثة شركات A ، B ، C حيث أن قيمة المؤشر

الأساسية (السابقة) كانت 105 نقطة

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب الأسواق النقدية والمالية ، مرجع سابق ، ص - ص ، 102 - 103

## الجدول (06) حساب مؤشر السوق المرجح بالأسعار النسبية

الشركة	سعر السهم في اليوم الأول p <sub>1</sub>	سعر السهم في اليوم الثاني p <sub>2</sub>	الأسعار النسبية $\frac{p_2}{p_1}$
A	20	22	1.1
B	35	30	0.857
C	50	60	1.2

المصدر من إعداد الباحث اعتماداً على ما سبق .

ومنه فإن حساب المؤشر الجديد يتطلب حساب أولاً الوسط الهندسي

$$1.042 = \sqrt[3]{(1.2 \times 0.857 \times 1.1)} = \text{الوسط الهندسي}$$

قيمة يوم المقارنة = الوسط الهندسي × قيمة مؤشر الأساسي

$$109.41 = 105 \times 1.042 = \text{نقطة}$$

$$4.2\% = \frac{105 - 109.41}{105} = \text{أما العائد السوقي على المؤشر}$$

أي أن المؤشر في اليوم الثاني ارتفع بنسبة 4.2%

ومنه فإن المؤشر المرجح بالأوزان النسبية لليوم الثاني قد اكتسب 4.41 نقطة

## الفرع الخامس : مؤشرات ورتبة السندات

في ما سبق تعرضنا لمؤشرات حالة السوق ، و هي مؤشرات تعكس سوق الأسهم بشكل رئيسي ، أما

السندات هي أدوات إئتمانية تمثل صكوك مديونية، وبسبب انفصال النشاط الاقتصادي نسبياً عن أسعار

السندات وعوائدها فإن مؤشرات السوق غير قادرة على عكس حالة تداول السندات و أسعارها و عوائدها

لذلك يجري اللجوء إلى عملية الترتيب rating للسندات بحيث يعطي لكل مجموعة من السندات مرتبة rate

تمثل التقويم الائتماني لها . حيث توجد ثلاثة و كالات معروفة تمارس هذا الترتيب هي:

- Mody's investors service.
- Standard & poor's corporation.
- Fitch investors service.

حيث يجرى الترتيب علي أساس الترميز الحرفي ، و يعتمد الترتيب الرقمي مقابل كل درجة من درجات التقويم الائتماني ، فمثلا نجد A A A و A A و A أيضا سندتات قوية نسبيا ، ولكنها تعد أدنى ترتيب ائتماني يمكن قبوله من المؤسسات المالية ومنها المصاريف ، أما BB وأقل من ذلك أي B ، أو CCC أو D فهي سندتات يمكن تداولها لكنها منخفضة الأمان ومتدنية الجودة الائتمانية لأنها حسب مستوى الترتيب تحمل احتمال عالي لمخاطر عند السداد (الأصل أولا و الفائدة).<sup>(1)</sup>

### المطلب الرابع: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية

إن وجود عدد كبير من الأسهم في سوق أوراق مالية و نظرا لصعوبة تحديد الإتجاه العام لنشاط السوق مع تزامن تغير الأسعار بشكل سريع و مفاجئ ، يعتمد المتعاملون في السوق على مؤشرات أو مؤشر خاص لكل سوق أوراق مالية ، فهو الذي يمثل متوسط أسعار الأسهم يوميا ، و يتم الإعتماد عليه في عمليات التداول، بالإضافة إلى ذلك الاعتماد عليه في مراقبة نشاط السوق وتمكين المستثمر من بناء توقعاته الخاصة بإدارة محفظته الاستثمارية من أبرز المؤشرات العالمية ما يلي:

### الفرع الأول: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأمريكية

#### أولا: مؤشر داو جونز DOW DJONES

يمثل الداو جونز الصناعي المرتبة الأولى في العالم ، إذ يمثل هذا المؤشر أبسط أداة يستخدمها المعاملون كافة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية و التي تمثل أكبر سوق مالية في العالم ، إضافة إلى كونه البارومتر الذي يقاس بواسطته أداء الأسواق المالية العالمية الأخرى ، إذ يسهم هذا المؤشر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات<sup>(2)</sup>

ويعتبر مؤشر داو جونز أحد أقدم المؤشرات فقد قام تشارلز داو و الذي كان يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال الأمريكية و هي وول ستريت WALL STREET – JOURNAL في 16 فبراير 1885 مؤشره و الذي عرف بمؤشر داو جونز بإسمه لأول مرة وقد تضمن أن ذاك 12 سهما منها 10 أسهم بشركات السكة الحديدية وسهمين لشركات صناعية ، وبعد مرور أربعة سنوات تضمن المؤشر 20 سهما و في 1896 يوم 26 ماي ظهر مؤشر داو جونز الصناعي DOW DJONES INDUSTRIAL AVRAGE<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص، 314 .

<sup>2</sup> - عباس كاضم الدعمي ، مرجع سابق ، ص، 192 .

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العيد ، مرجع سابق ، ص، 256 .

حيث كان يضم أسعار أفضل 12 سهما معروفة وفي عام 1916 أضيفت له 8 أسهم لشركات السكك الحديدية وفي عام 1928 تم حصر 30 سهما

وعند إدخال وتبديل أي سهم يجرى الاختيار من بين أكبر الشركات الصناعية الرئيسية علما بأن محتويات (DJIA) [أي هي إختصار لكلمة DON JONES INDUSTRIAL AVERAGE] لا تتغير بين الفينة و الأخرى بل تمتد لعدة سنوات وقد كان آخر تبديل عام 1997 وذلك باستبدال أسهم شركة westinghous ، travelers grop، henlett-pachrd بإضافة إلى wal mart<sup>(1)</sup> وعلى أي حال يعتمد مؤشر داو جونز (DJIA) على حساب متوسط السعر للأسهم الثلاثون الداخلة في تكوينه كما يلي<sup>(2)</sup>:

1- حساب مجموع القيم السوقية للأسهم الداخلية في المؤشر

2- حساب متوسط السعر للسهم عن طريق قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم على عدد الأسهم (30 سهما)

3- يتم حساب نسبة التغير في السعر المتوسط للأسهم داخل المؤشر

### الثانيا: مؤشر ستاند أندبورز 500 STANDARD&POORS

تتضمن العينة التي يقوم عليها مؤشر ستاندر أندبور 500 من 500 سهم تمثل 400 سهم منشأة تعمل في مجال المال، وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهما إما في إحدى البورصات الكبرى أو السوق غير المنظمة<sup>(3)</sup> وقد أشتقت من هذا المؤثر أربعة مؤشرات هي مؤشر صناعة (400 سهم) مؤشر منشآت المنافع العامة (40 سهم)، مؤشر النقل (20 سهم) ومؤشر المنشآت المالية (40 سهم)

وعلى عكس مؤشر ، داو جونز، لا يعتبر مؤشر ستاندر أند بورز 500 متوسطا بل رقما قياسيا ، ويقاس كما يلي :

$$\text{قيمة المؤشر اليوم} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية لمجموع الأسهم}}{\text{القيمة السوقية لمجموع الأسهم بالأساس}} \times \text{المؤشر قيمة السابقة}$$

1 - هو يشار معروف، مرجع سابق، ص، 191 .

2 - السيد عبد الفتاح عليم، و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، قسم إدارة الأعمال، 2008، ص، 52.

3 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص، 269 .

ثالثا : مؤشر نسداك (NASDAQ) : national association of securite dealers :

automated qnattion system

يتكون من 6 مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة السوقية للأسهم وتغطي هذه المؤشرات شركات صناعة والبنوك وشركات التأمين وشركات مالية أخرى وكذلك شركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر مركب من تلك المؤشرات (6) السابقة ، ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت<sup>(1)</sup>

الفرع الثاني : بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأوروبية

سوف نتطرق إلى أكثر المؤشرات استعمالات في الأسواق الأوروبية<sup>(2)</sup>

أولا : مؤشر (IBFX) الإسباني

ويضم هذا المؤشر (35) شركة وهي من أكبر الشركات سيولة في السوق الإسبانية وهو المؤشر الرئيسي لهذه السوق و وضع بقيمة أساس 3000 نقطة سنة 1989

ثانيا : مؤشر داكس الألماني (DAX)

يضم أسهم 30 شركة أكثر تميزا في سوق فرانكفورت بقيمة أساس 1000 نقطة عام 1987

ثالثا : مؤشر (MIB) الإيطالي ومؤشر (SMI) السويسري

أما مؤشر MIB يضم 30 شركة في إيطاليا وهذا المؤشر يتداول في سوق ميلانو بأساس 10000 نقطة وضعت عام 1992

أما مؤشر (SMI) وهو مؤشر مرجح به رأسمال سوقي لأكثر من 21 شركة أكثرها سيولة ويتم تداولها بنظام السوق الإلكترونية السويسرية للأوراق المالية بقيمة أساس (1500) نقطة وضعت عام 1988 .

رابعا : مؤشر فوتسي البريطاني FOOTSIE و مؤشر كاك الفرنسي CAC40

مؤشر جريدة فانيشيال تايمز و يضم أسهم أكبر (100) شركة مدرجة في سوق لندن المالي بدأ هذا المؤشر عام 1989 وبقيمة أساس 100 نقطة .

أما مؤشر كاك40 (CAC40) الفرنسي يمثل سوق الأوراق المالية الفرنسية ويضم أكبر وأهم 40 شركة في سوق باريس وبأساس (10000) نقطة وضعت عام 1987 .

<sup>1</sup> - يوكساني رشيد ، معوقات أسواق المال العربية وسبيل تفعيلها ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2006، ص 120،

<sup>2</sup> - عباس كاضم الدعيمي ، مرجع سابق ، ص 193 .

## الفرع الثالث: مؤشرات بعض الدول آسيا

تعرف أسواق الأوراق المالية الآسيوية عدد معتبرا من المؤشرات يستدل بها على حركة الأسواق وتغيراتها منها<sup>(1)</sup>

## أ- مؤشر نيكيا الياباني NIKKEI

يعد من أهم المؤشرات الآسيوية على الإطلاق و يتكون من أكبر وأهم (200) شركة مدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية، ويتم حسابه يوميا في جريدة تايهين كازاي شسيون منذ عام 1971 وهو متوسط مرجح لسعر السهم بالين الياباني، ويتم تعديل مكونات مرة واحدة سنويا

## ب- مؤشر هانج سنج (هونج كونج)

و يضم (33) شركة تمثل 75 % من القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية في هونج كونج، و مكونات هذا المؤشر تضم أربعة قطاعات فقط هي التجارة و الصناعة المالية و المرافق العامة، العقارات، وقد بدأت بقيمة أساس 100 نقطة عام 1964

## ج- مؤشر توبيكس TOPIX

لقد تم إنشاؤه بتاريخ 04 جانفي عام 1968 و أعطيت له قيمة أساس 100 نقطة بنفس التاريخ وهذا المؤشر يعتبر أهم من مؤشر نيكاي الياباني لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل القطاعات في الإقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي<sup>(2)</sup>

## الفرع الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

## أولا: مؤشر سوق عمان للأوراق المالية

يعتمد سوق عمان رقميا قياسيا لأسعار الأسهم، و يبنى على أساس إختيار عدد من الأسهم لتمثل السوق، و تنتشر الأرقام في نهاية وبداية كل شهر من أشهر السنة حيث قام سوق عمان المالي، بإحتساب رقم قياس غير مرجح لأسعار الأسهم عام 1980، وتم إختيار عينة تتكون من 38 شركة وأعطى قيمة أساس للرقم القياس 100 نقطة، ثم بدأ السوق عام 1992 بإحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية و تم تحديد عام 1991 كفترة أساس بـ 100 نقطة حيث ضمن هذا المؤشر الجديد 50 شركة ثم أصبحت 100 شركة عام 2007 مع الإشارة إلى تغير قيمة الأساس للمؤشر عام 2004 حيث أعطي 1000 نقطة<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص- ص، 194- 195 .

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص، 120 .

<sup>3</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص- ص، 108 - 109 .

ثانياً: مؤشر CASE 30، ومؤشر EGX70 في مصر

في 2 جانفي 1998 بدأ العمل بمؤشر CASE 30، في بورصة القاهرة و الإسكندرية بقيمة أساس بلغت 1000 نقطة، ويضم المؤشر أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، ويعد مؤشر CASE 30 مؤشراً للأسعار حيث يقيس العائد على الاستثمار من خلال التغير في القيمة السوقية للسهم فقط . أما مؤشر EGX70 فهو مؤشر جديدة الذي أطلقته البورصة المصرية في فيفري 2009 و يقيس المؤشر أداء 70 من أنشطة الشركات في السوق وغير المدرجة بالفعل في مؤشر CASE 30<sup>(1)</sup> أما أهم مؤشرات دول الخليج نجد<sup>(2)</sup>

#### أ- مؤشر بنك أبو ظبي الوطني

مؤشر مرجح يضم 52 شركة مدرجة في كل من سوق أبو ظبي، ودي للأسواق المالية، وهذه الشركات تمثل 75% من السوق الكلي للإمارات والأسمال السوقي قيمته 22 مليار دولار موزعة على القطاعات التالية 18 للمؤسسة مالية ومصرفية، 12 شركة تأمين و 22 شركة خدمات.

#### ب- مؤشر البحرين المالي

هو مؤشر مرجح يتألف من 24 شركة وينقسم على 6 مؤشرات ثانوية تمثل القطاعات التالية البنوك الفنادق، الساحة و التأمين، الإستثمار والخدمات وقد بدأ هذا المؤشر عام 1989 بقيمة 6 بليون دولار (مليار)

#### ت - مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

وهو مرجح بالقيمة السوقية لأسعار 35 شركة مدرجة في سوق الكويت من مجموع 90 شركة رأسمالها الإجمالي نحو 25 مليار دولار و تمثل القطاعات الأتية: شركات بنوك وشركة في قطاع الاستثمار والتأمين والقطاع العقاري و الصناعة و الأغذية و بعض الشركات غير الكويتية .

#### ت- المؤشر العام للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية

تقوم مؤسسة ساما للنقد السعودي باحتساب المؤشر العام للأوراق المالية إذ يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودية، ويضم هذا المؤشر 76 شركة في قطاعات مختلفة.

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص-ص، 198- 200.

<sup>2</sup> - عباس كاضم الدعيمي، مرجع سابق، ص، 197.

## المبحث الرابع: كفاءة أسواق الأوراق المالية و مستوياتها Efficient Market Hypothesis

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في أسواق الأوراق المالية كما له تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج إقتصادية يتأثر بها الاقتصاد ككل ، كما أنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي بفعل التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات .

لذلك تأخذ كفاءة سوق الأوراق المالية مكانة هامة في فعالية ودور سوق الأوراق المالية لذلك سوف نعالج في هذا المبحث كفاءة السوق من حيث التعريف و متطلبات الكفاءة ثم خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة بالإضافة إلى مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية ، وعلاقة الكفاءة بالمعلومات .

### المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية المعاصرة

#### الفرع الأول : المفهوم الكفاءة

إن سوق الأوراق المالية الكفاءة هي تلك التي تتمتع بقدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق إستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة في السوق ، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية ، و القيمة الحقيقية للورقة المالية هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية تصريف الورقة المالية ، دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد تترتب عليها خسائر<sup>(1)</sup>.

والمقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية ، خاصة السهم منها و بين المعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين ، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق ، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية ( Intrinsic Value )، وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه ، وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة ، وهذه العلاقة يجب أن تؤدي إلى تحقيق السعر العادل للورقة المالية محل التداول والسوق الكفاء هو الذي يجعل تخصيص وتوجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية<sup>(2)</sup>.

بالتالي يمكن ذكر أهم التعريفات التي جاء بها مجموعة من العلماء الاقتصاديين حول سوق الأوراق المالية

الكفاءة على النحو التالي :

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق ، ص ، 101 .

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سابق ، ص - ص ، 70-71 .

عرف Braver، كفاءة السوق على أساس كيفية إحداث التوازن في أسعار الاستثمارات حيث أن أسعار الاستثمارات في فترة معينة تعتمد على المعلومات التي تصل إلى السوق في خلال هذه الفترة ، ويكون السوق غير كفؤ إذا لاحظ المستثمرون وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها ، أي أنه ربط كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه وأثرها على توازن سعر الاستثمارات وقيمتها الحقيقية<sup>(1)</sup>.

ويرى كل من فاما (FAMA) ولوري و بريلي (LORIE , BREALY) ، أن السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة ، طالما إن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص وسريع و واسع للمستثمرين ، وأن هذه المعلومات تضم ما هو معروض ومناسب لتقديمه للأوراق المالية بالإضافة إلى ذلك فقد أشار كل من آرشر (ARCHER) وكوب (GUP) وكين (KEANE) وكولب (kolb) و ديمونيك (demonig) بالإضافة إلى روز (ROSE) بأن السوق المالي الكفاء ذلك الذي يتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير ، أي تقييم جميع الأوراق المالية بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة للجميع - المقترضين ، المدخرين - وبأقل كلفة<sup>(2)</sup>.

كما يمكن ذكر التعاريف التالية<sup>(3)</sup>.

يعرف HAIM MARCHELL ، " أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس المعلومات المناسبة المعطاة عن السهم والتي تنعكس على أسعارها ، بمعنى أنه في السوق الكفاء يكون أفضل توقع لقيمة الأسهم ممثلاً في سعره الحالي، وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات الجديدة".

أيضا يرى JENSEN " أن السوق يكون كفؤ بالنظر إلى المعلومات المتوفرة وذلك طالما كان من المستحيل تحقيق أرباح إقتصادية بالاعتماد على هذه المعلومات ، بمعنى أن متوسط الأرباح الاقتصادية الذي يحققه مستخدمو هذه المعلومات في السوق يساوي صفراً" .

في حين يرى DYCHAM " بأن كفاءة السوق تصف التغيرات في أسعار الاستثمارات التي تعكس أنواعا معينة من المعلومات فورا وبشكل غير متحيز .

### الفرع الثاني : شروط السوق الكاملة

وتجدر الإشارة إلى أنه هناك كفاءة السوق الكاملة كي تتحقق يتعين توفير شروط السوق الكاملة وهي<sup>(4)</sup>:

1 - عصام فهد العرييد ، مرجع سابق ، ص، 46.

2 - كاظم عباس الدعيمي ، مرجع سابق ، ص، 201.

3 - عصام فهد العرييد ، مرجع سابق ، ص - ص، 46-47.

4 - عاطف وليم أندراوس ، السياسة المالية و اسواق الوراق المالية ، خلال فترة التحول الإقتصادي ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - 2005، ص، 57.

- 1- أن تتاح المعلومات للجميع وبدون أي تكلفة ، ولأن ذلك يؤدي إلى تماثل المعلومات المتاحة للأفراد فإن توقعاتهم تكون متماثلة أيضا .
- 2- لا توجد أي قيود على التعامل وذلك على النحو التالي :
  - \* لا توجد تكاليف للتعاملات ولا توجد ضرائب .
  - \* يمكن للمستثمرين شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية .
  - \* عدم وجود قيود تشريعية على الدخول والخروج من السوق .
- 3- هناك عدد كبير من المستثمرين .
- 4 - يتصف المستثمرون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة .

### المطلب الثاني : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية المعاصرة

بعد تطرقنا لتعريف كفاءة سوق الأوراق المالية والتي تختلف عن كفاءة السوق النامة أو الكاملة والتي هي مستحيلة التحقيق العملي، مما يعني أن شروط كفاءة السوق الكاملة أقل مرونة من شروط الكفاءة الاقتصادية للسوق، وبالتالي فإنه من جملة التعريفات السابقة للكفاءة الاقتصادية للسوق لاحظنا أنه يوجد فاصل زمني بين ورود المعلومة و إستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومة ، غير أننا لازلنا غير قادرين على تحديد أبعاد كفاءة السوق وفي هذا الإطار يشير كل من Wilkes، Samuels ، Francis ، إلى أن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد الإنتاجية المتاحة Allocation Efficiency بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى مجالات أكثر ربحية<sup>(1)</sup> وفي هذا الإطار يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر وآخر غير مباشر<sup>(2)</sup>.

- **الدور المباشر :** وذلك عندما يقدم مستثمرون على شراء أسهم منشأة ما ، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية ، مما يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص إستثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم لبيعها بسعر مناسب مما يعني زيادة حصيلة الإصدارات و إنخفاض متوسط تكلفة الأموال .
- **الدور غير المباشر :** بعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين ، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود الاقتراض مع المؤسسات المالية وذلك بسعر فائدة مقبول .

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوفر في سوق الأوراق المالية الكفاءة، كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل .

<sup>1</sup>- عبد الغفار حنفي ، الإستثمار في الأوراق المالية ، أسهم ، سندات ، وثائق إستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2007 ، ص، 187.

<sup>2</sup>- ماجد أحمد عطا الله ، مرجع سابق ، ص، 163.

## الفرع الأول : كفاءة التسعير price Efficiency

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية (Extrenal Efficiency) ، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير - مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة ، كما أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يدفعوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهظة، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادلة (خاصة المضاربة) فالجميع لديهم نفس الفرص لتثبيت الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين<sup>(1)</sup>

## الفرع الثاني : كفاءة التشغيل. Operational Efficiency

وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية (Internal Efficiency) ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب ، دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة ، ودون أن يتحقق للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها ، و كما يبدو فإن كفاءة التشغيل تعتمد إلى حد ما على كفاءة التشغيل ، فحتى تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة في حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومة على السعر الذي تباع به الورقة ، ولو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث على المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف لإبرام الصفقات<sup>(2)</sup>.

## المطلب الثالث : مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية المعاصرة.

تطرقنا فيما سبق إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلبات الكفاءة حيث أن سمات السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار المتداولة فيها وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة ، إلا أنه توجد ثلاثة مستويات من كفاءة سوق الأوراق المالية منها ، فرضية الصيغة القوية ، والمتوسطة وفرضية الصيغة القوية .

## الفرع الأول : فرضية الصيغة الضعيفة the weak form efficiency market hypothesis

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، أسواق أوراق المالية ، مرجع سابق ، ص، 155.

<sup>2</sup> - شكري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، وآخرون ، إدارة الإستثمار ، دار المسيرة، عمان ط 1، 2012 ، ص، 102.

وهو ما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل ، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعر في الأيام أو الشهور الماضية هي مسألة عديمة الجدوى <sup>(1)</sup> .

ويعرف مفهوم الكفاءة عند المستوى الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي ، فإن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي ، أي أنه لا يوجد ترابط بين سعر أمس وسعر اليوم وسعر الغد <sup>(2)</sup> .

وتجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية الكفاءة تخضع لما يسمى بالحركة العشوائية Random walk التي تصف حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغيراته المستقبلية المحتملة حيث يمكن أن ترفع قيمته الحالية أو تنخفض ، ويرجع إكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية في عام 1900 إلى الباحث الفرنسي Louis Bachelier حيث قام برصد التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع وتبين له أنها تفتقد إلى وجود أي ترابط بينها بشكل واضح أو قوي وهذا يعني عدم وجود نمط محدد لحركة الأسعار وقد علق على ذلك بأن المضاربة في السوق هي لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يضمن أي بائع أو مشتري تحقيق أرباح على حساب الغير ، وقد رأى أيضا أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقديراً غير متحيز للسعر الذي سيسود في السوق الحاضر في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد <sup>(3)</sup> .

### الفرع الثاني : فرضية الصيغة المتوسطة ( شبه قوية ) The semi- Strong form .

طبقاً لهذه الصيغة لا تقتصر المعلومات التي يعكسها السعر الحالي للسلع على المعلومات التاريخية فقط بل تمتد لتشمل المعلومات الحالية Current information ذات التأثير على سعر السلع ، مثل التقارير المالية الخاصة بالشركة ، المؤشرات الإقتصادية العامة للدولة ، التطورات الخاصة بالصناعات المختلفة ، وغيرها من المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين في الأسواق المالية و التي يطلق عليها Rublicly Available information .

وبما أن هذه المعلومات يمكن إستخدامها من قبل كافة المتعاملين في الأسواق المالية فإن الإعتماد عليها عند الإستثمار في الأسهم يجب أن لا يؤدي إلى تحقيق ربح إستثنائي ، و إذا كان أنصار فكرة التحليل الأساسي يعتقدون بإمكانية إستخدام هذا التحليل في الحصول على أرباح إستثنائية ، فإن فرض الكفاءة المتوسطة يتعارض

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ، 503 .

<sup>2</sup> - شكري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، وآخرون ، مرجع سابق ، ص ، 103 .

<sup>3</sup> - عاطف وليم اندراوس ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ، 58 .

تماما مع هذا الاعتقاد نظرا لأن المعلومات الخاصة بالتحليل الأساسي و التي تشمل تحليل إقتصاد، تحليل الصناعة وتحليل الشركة يستطيع كافة المتعاملون في الأسواق أن يحصلوا عليها من مصادرها المختلفة بسهولة و يسر<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثالث: فرضية الصيغة القوية (FS) The Strong form.

يكون السوق كفؤ عند هذا المستوى القوي إذا إنعكست جميع المعلومات التاريخية (الفرضية الضعيفة) والمعلومات المتاحة (الفرضية المتوسطة) أو تسمى كذلك بالمعلومات العامة و أخيرا المعلومات الداخلية السوية ( الفرضية القوية) إذا إنعكست هذه المعلومات في سعر السهم و يلاحظ في هذا المستوى من الكفاءة أن المعلومات الداخلية (السرية) ستؤثر في السهم، أي أن المستثمر حتى لو وصل بهذا النوع من المعلومات فلن يستطيع الاستفادة منها لتحقيق أرباح غير عادية في ظل السوق الكفاءة القوية<sup>(2)</sup>.

وقد أختبرت صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة، من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض بهذه الفئات أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات خاصة (سرية) لا تتاح للجمهور بذات السرعة و هم (الفئات) المؤسسات المالية المتخصصة، و المتخصصين في تحليل الأوراق المالية و منهم صناع السوق، إضافة إلى المديرين و كبار العاملين الذين يستثمرون جزءا من مواردهم المالية في أسهم شركاتهم نجد أن هذه الفئات التي أجريت عليها دراسات كبيرة أوضحت هذه الدراسات عدم قدرة هذه الفئات على تحقيق أرباح غير عادية أو تفوق الأرباح الأشخاص الآخرين، حيث وجدت الدراسات أن هذه المعلومات المفترض بها أنها سرية و داخلية تنعكس و بشكل كبير على أسعار سوق الأوراق المالية و يصبح جميع المستثمرين في نفس المراكز و التوقعات بالنسبة لحركة الأسعار.

ومن بين هذه الدراسات دراسة "بلم و كروكت" (1970)، دراسة "جينس" (1968) دراسة " كمباي و جولن" (1990)، كذلك دراسة كل من "فرانش" (1989)، "كاين" (1991) ، أثبتت كل هذه الدراسات عدم قدرة هذه الفئات في ظل صيغة الفرض القوي لكفاءة السوق أن يحققوا أرباح غير عادية<sup>(3)</sup>.

### الفرع الرابع: العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق.

لقد تعرفنا على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق و التي تعتمد على المعلومات التاريخية و التغيرات في الماضي على أسعار الأسهم أو أسعار السوق و القدرة على التنبؤ بالأسعار الحالية ، و أظهرنا عدم قدرة المستثمرين بالتنبؤ و إدراك مسار الأسعار مستقبلا في ظل هذه الصيغة، كما تطرقنا للصيغة المتوسطة و التي تعتمد على تحليل

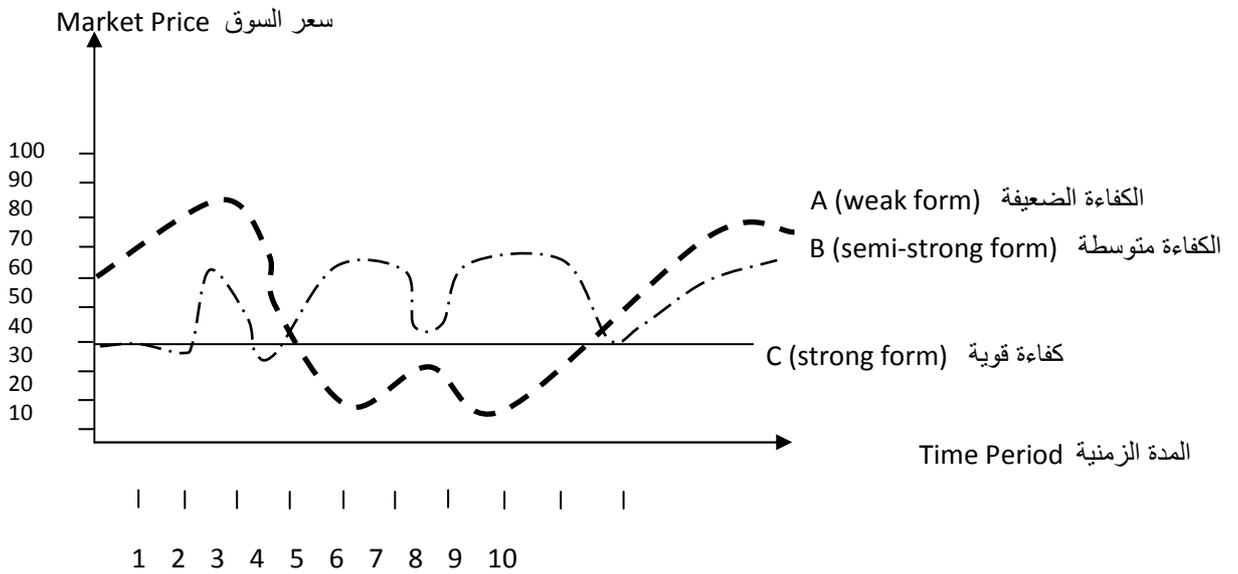
<sup>1</sup> - سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى بالمنصورة، 2001 ، ص 372.

<sup>2</sup> - شقري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، وآخرون ، مرجع سابق ، ص 104 .

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص، 511.

المعلومات الحالية العامة المتوفرة لجميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية و بالتالي فأن الجميع متساوين في مجال تحقيق العوائد ، كذلك تطرقنا إلى الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق و إستعمالها للمعلومات التاريخية و المعلومات المتاحة العامة ، ثم إنفراد هذه الفرضية باستخدام المعلومات السرية الداخلية المتوفرة عن فئة معينة من المستثمرين في السوق كما أظهرنا سابقا من خلال العديد من الدراسات أن هذه الفئات الخاصة و التي قد تحصل على معلومات خاصة و في ظل السوق الكفؤ بالصيغة القوية لا يمكنهم تحقيق أي إمتيازات غير عادية في الأرباح عن غيرهم، تأتي علاقة الصيغ الثلاثة السابقة و التي كل واحدة منها هي أساس للصيغة التي بعدها و الموضحة في الشكل التالي:

الشكل (03): العلاقة من صيغ الكفاءة الثلاثة.



المصدر: كاظم عباس الدعيمي، مرجع سابق، ص، 28.

يتضح لنا من خلال الشكل (03) أن سوق الأوراق المالية لكي يكون كفؤاً بالمستوى المتوسط أو الشبه قوي لا بد أن يكون كفؤاً بالمستوى الضعيف أولاً.

ولكي يكون كفؤاً بالمستوى القوي (Strong form) يجب أن يكون أولاً كفؤاً بالمستوى المتوسط والضعيف. فالمنحنى A يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق و قيمتها الحقيقية ليؤشر بذلك إلى المستوى الضعيف في حين أن المنحنى B يوضح عدم وجود تباين كبير بين سعر الورقة المالية السوقي و سعرها

الحقيقي، ففي حين يكاد يكون الفرق بين السعر السوقي للورقة المالية و سعرها الحقيقي معدوماً في المنحنى A وهذا هو المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الرابع: علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات.

لقد تم التطرق فيما سبق إلى كفاءة سوق الأوراق المالية من حيث مفهومها و متطلباتها و كذلك مستويات كفاءة السوق ، و قد تبين مما سبق أن المعلومة تحتل مكانة جد ضرورية في تكوين أو بناء كفاءة السوق ، لذلك لا بد من التطرق إلى المعلومات و مصادرها ثم علاقة المعلومات بكفاءة السوق من خلال ردود فعل السوق الكفاء للمعلومة الجديدة.

### الفرع الأول: تعريف المعلومة.

يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تتم تجهيزها و لها معنى عند مستخدميها و هي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات ، و يجب أن توضح لمستخدمها شيئاً لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية و زيادة المعارف و تخفيض خطر عدم التأكد لأية حالة، و حتى تؤدي المعلومة دورها، يجب أن تتصف بالدقة الملائمة، حدوثها في الوقت المناسب ، الشمول الإستمرارية ، أي نشر المعلومات بصفة دورية ثم العدالة ، أي توفرها لجميع المستثمرين بشكل متساوي<sup>(2)</sup>.

### الفرع الثاني: أنواع المعلومات و مصادرها.

تأخذ المعلومات عدة أشكال أو أنواع و ذلك بحسب مصادرها، فقد تكون<sup>(3)</sup> :

#### أولاً - معلومات وصفية أو تحليلية.

أما المعلومات أوصفية هي تلك التي تقدم حقائق و تصف السلوك الاقتصادي و الاستثماري في فترات سابقة عن السوق و الوسائل الاستثمارية المختلفة.

أما المعلومات التحليلية تقدم للمستثمر البيانات الجديدة و الحالية و تتضمن التنبؤات نتيجة لربط الأحداث و التغيرات، و كذلك التوصيات التي ترشد المستثمر في المستقبل و هذه المعلومات تزيد من قدرة المستثمر على

<sup>1</sup> - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص ، 209.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص، 99. (بتصرف قليل)

<sup>3</sup> - سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص، 130.

بناء توقعاته فيما يتعلق بالعائد و المخاطر للإستثمارات الحالية أو المستقبلية بالإضافة إلى تجنب أي تفسيرات خاطئة قد يقع فيها المستثمر في حالة عدم وفرة هذه المعلومات.

### ثانيا : معلومات إقتصادية عامة أو معلومات عن الصناعة و الشركات

أما الاقتصادية فإنها تتعلق بالنظام الإقتصادي ككل و الأحداث الجارية سواء إقتصادية أو سياسية أو إجتماعية و ترتبط هذه المعلومات بالبيئة الخارجية للمحيط الاقتصادي و التي تهم المستثمر و تزيد من قدرته على التعرف على المناخ الإستثماري و الجوانب الخارجية التي قد تؤثر في قراراته أو في حركة السوق المالي .

أما المعلومات الصناعية أو عن الشركة (قطاعية) فهي أكثر تفصيلا فيما يتعلق بالصناعة و الشركات التي تعمل في مجال هذه الصناعة أو نشاط ما، ولكي يختار المستثمر أوراقه المالية المكونة لمحفظته الإستثمارية يجب أن يكون بدراية كافية لكل ما يتعلق بالمنشأة المصدرة لهذه الأوراق المالية وأحوالها .

بالإضافة إلى معلومات أكثر دقة تتعلق بمعلومات عن أسعار الأوراق المالية في حد ذاتها مثل أعلى سعر أو أدنى سعر خلال الفترات السابقة ، وتوزيعات الأرباح عن هذه الأدوات المالية بالإضافة إلى صافي التغير أو العوائد على الورقة المالية للفترات الزمنية السابقة ، قد تمكن المستثمر من التنبؤ بالعوائد المستقبلية<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث : ردة فعل السوق الكفاء للمعلومات الجديدة.

إن فرضية السوق الكفاء (EMH) هي التطبيق العملي لنظرية التوقعات العقلانية (RE) (Rational Expectations) في سوق الأوراق المالية ، طالما أنه لا يمكن أن تكون أسعار الأسهم و الأموال الأخرى متوقعة بأعلى أو أقل من سعرها الحقيقي، ففي ظل هذه الفرضية يقوم السوق بتقدير عوائد الأسهم المستقبلية بكفاءة عالية<sup>(2)</sup>.

كما أن معظم ما يجري في أسواق المالية من قرارات إستثمارية للوحدات الإقتصادية المختلفة قائم على التوقعات و احتمالات تحققها، لذلك تكاد تكون السوق الكفاءة سببا للإسقاطات المستقبلية (futur's projections) إذا أن التوقعات العقلانية منهجا أساسي في التحليل و التنبؤ بالأحداث. سواء بتحديد قيمة للورقة المالية بناء على توقعات العائد المستحيلة خلال عمر الورقة، و معدل الخصم القائم على معدل العائد المرغوب للمستثمر، أو من خلال سلوك التحوط (Hedging) ، و حتى إختيار أسلوب تسوية المعاملات

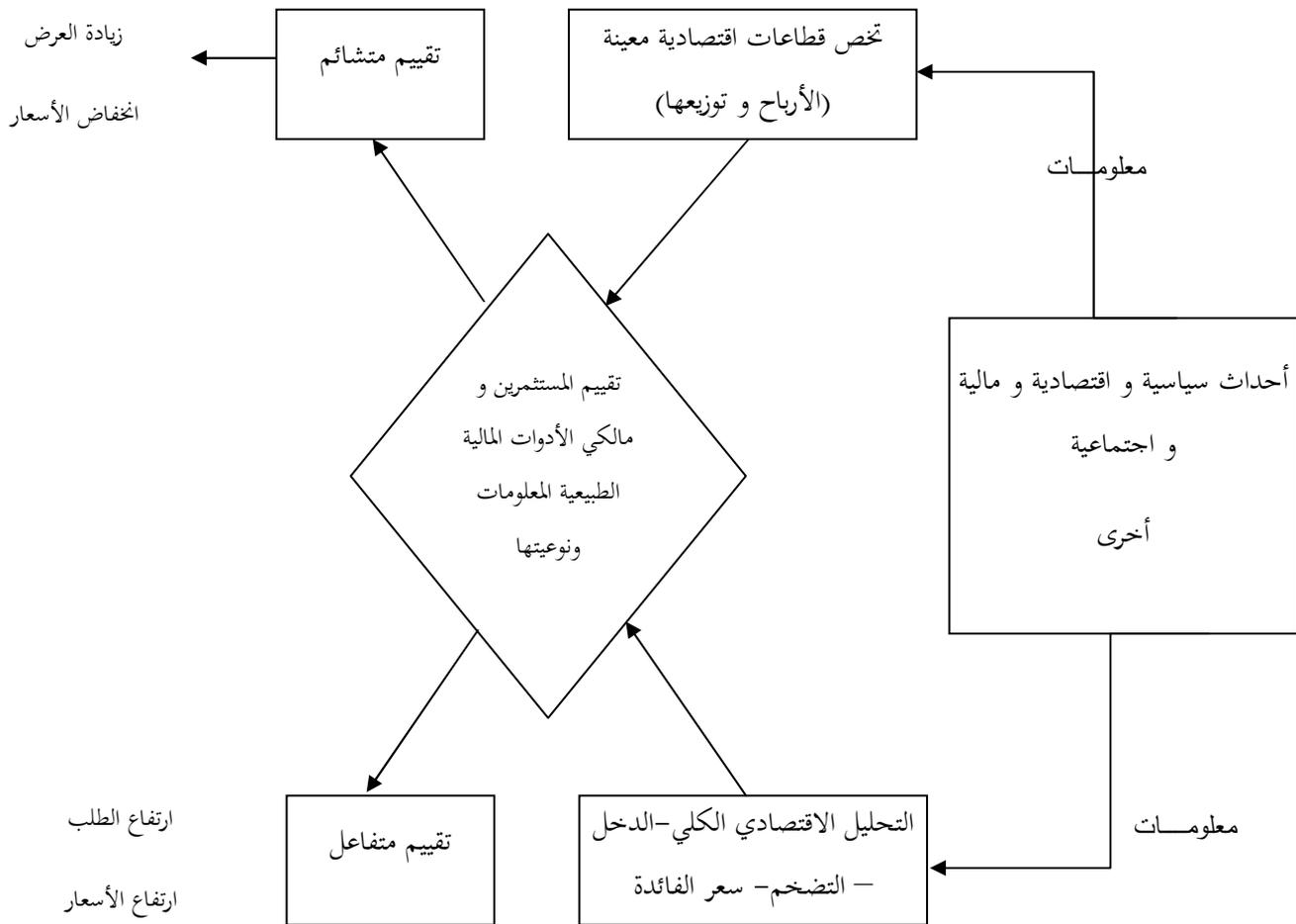
<sup>1</sup> - نفس المرجع ، ص-ص، 130-131 (بتصرف قليل)

<sup>2</sup> - عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص، 213.

بواسطة الحساب الهاشمي، إذ أنها جميعا مداخل للتوقعات العقلانية، تستهدف تعظيم الإنتفاع بالقرار الإستثماري<sup>(1)</sup>.

إن استخدام التوقعات العقلانية في عملة التنبؤ يتطلب تدفقا معلوماتيا كبيرا من حيث الحجم و الدقة والتفاصيل ، إذ تعد المعلومات بمنزلة البناء التحتي لأسواق الأوراق المالية و الأساس العقلاني الرشيد لبناء التوقعات، و تعتمد حركة مدخرات المستثمرين أو تكوين محفظة إستثماراتهم على أساس هذه المعلومات التي لها تأثير قوي في تسعير الأوراق المالية أو تحديد حركة السوق كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (04): دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية.



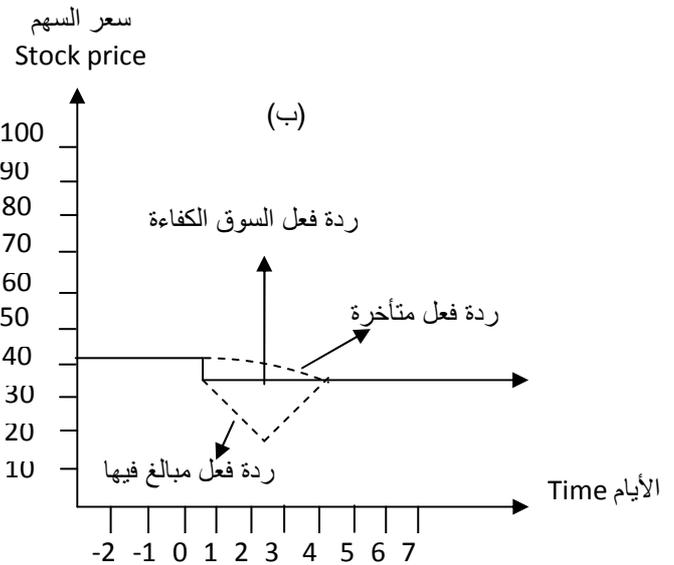
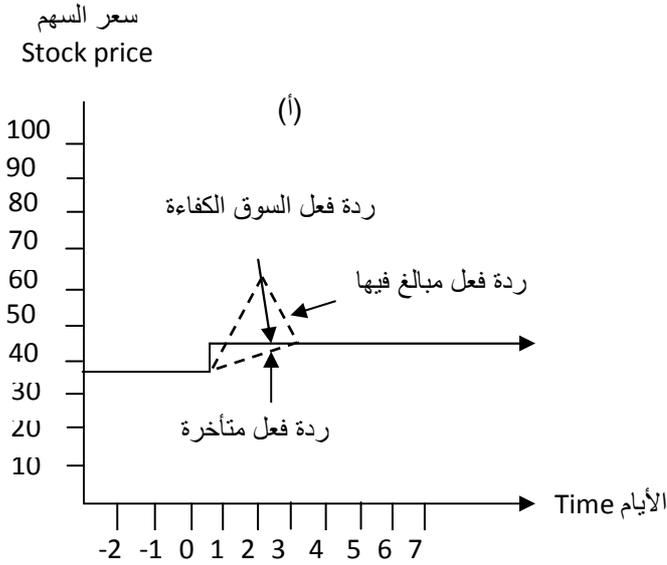
المصدر: كاظم عباس الدعيمي، مرجع سابق، ص 215 (بتصرف قليل).

يتضح من الشكل رقم (04) أن معرفة المستثمرين بظروف السوق و البيئة الاقتصادية العامة يساهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار بالأصول المالية و الفوائد المتوقع إستلامها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات تبعا لطبيعة المعلومات الواردة إليهم ، فإن الأسعار في السوق ضمن لحظة زمنية معينة تعكس عدم

<sup>1</sup> - محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص، 275.

جدوى الاستثمار بالأوراق المالية مما يؤدي إلى طرحها بكميات كبيرة الأمر الذي يؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية ، أما إذا كان التفاؤل هو السائد في السوق بعد تحليل المعلومات الوافدة إلى السوق فإن الأسعار الموجودة في السوق (المرتفعة) تعكس جدوى الاستثمار في هذه الأوراق مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وترتفع أسعارها ، وبالتالي فظهور ردة فعل سوق الأوراق المالية من خلال قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الأوراق المالية و التي تتوقف على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات التي من شأنها أن تترك آثاراً على أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل هناك فروقات ما بين السعر السوقي للسهم وقيمتها العادلة (القيمة الحقيقية التي تعكس المعلومات) ، إذ أن مدة بقاء هذه الفروقات ترتبط تماماً بمدّة تحليل المعلومات وتفسيرها وفهمها، وهذه الحقيقة تؤثر في فرضية الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، والتي يمكن أن نوضحها في الشكل التالي :

الشكل رقم (05): ردة فعل السوق في ظل فرضية السوق الكفاءة .



معلومات جيدة (تفاؤلية) قبل وصلها إلى السوق وبعد وصلها

معلومات سيئة (تشاؤمية) قبل وصول المعلومة وبعد وصلها

المصدر: (ا) - شقيري نوري موسى، وآخرون مرجع سابق، ص، 101 .

(ب) - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص، 498 .

من خلال الشكل رقم (05) السابق، يتضح لنا مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (بصيغها الثلاثة). مع حركة الأسعار و إستجابتها للمعلومات ، حيث يوضح مثلا الجزء (ا) من الشكل أن سعر السهم كان في حدود (35) دولار وعند دخول معلومات جديدة للسوق تبعث على التفاؤل فتحدث إستجابة السوق الكاملة الكفاءة مما يرفع السعر في نفس اللحظة الزمنية (نفس اليوم،  $z=0$ ) بدون فاصل كما يظهره التغيير

العمودي لاتجاه المنحى نحو السعر (40) دولاراً<sup>(1)</sup>، أما السوق الكفاءة كفاءة إقتصادية (محل الدراسة) فان الاستجابة سوف نأخذ نوعان هما :

**أولاً :** بعد صدور المعلومات الجديدة و الجيدة تقوم بيوت السمسرة بنقل المعلومات إلى عملائها مما يؤدي إلى تدفق أوامر الشراء لهذه الأسهم مما يرفع سعرها تدريجياً ، كما هو موضح بالجزء الذي يمثل ردة فعل متأخرة إذ لا بد من إنقضاء فترة زمنية أكثر من يوم من أجل تحليل المعلومات من طرف بيوت السمسرة وتحويلها إلى العملاء ، مما ينعكس في شكل أوامر شراء توصل السهم إلى قيمته السوقية لتتساوى مع قيمته الحقيقية (أي بأخذ القيمة العادلة).

**ثانياً :** عند وصول المعلومات لبيوت السمسرة قد تبالغ في تحليلها وتفسيرها ثم تنقلها إلى العملاء مما يؤدي إلى تدفق أوامر الشراء لكن أكثر من الحالة السابقة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السهم إلى حوالي 55 دولار وبعد أن تبين أن المعلومات قد تم تحليلها بشكل مبالغ فيه تعود بيوت السمسرة بعد إنقضاء يوم أو اثنين لتعطي المعلومات و التفسيرات الواقعية لعملائها مما يؤدي إلى تراجع حدة تدفق أوامر الشراء وظهور أوامر البيع الأمر الذي من شأنه أن يعيد تقييم السهم ليعود من سعر 55 دولار إلى سعر العادل (القيمة الحقيقية = القيمة السوقية) أي عند السعر 40 دولاراً ، أما الجزء ب من الشكل فانه يظهر العكس تماماً للجزء (أ) من نفس الشكل في حالة صدور معلومات تبعث على التشاؤم<sup>(2)</sup> .

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق. ص، 499 .

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق. ص، 499 .

## الخلاصة:

بعد تطرقنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية المعاصرة يمكننا أن نخلص إلى بعض أهم النقاط التالية:

- ◆ تعددت تعريفات سوق الأوراق المالية ومن هذه التعريفات : أنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً و شراءً ، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المتنوعة في المجتمع بما يساعد على تنمية الادخار و تشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي.
- ◆ إن تتبعنا تاريخ سوق الأوراق المالية فإنه يكشف لنا أن نشأت هذه السوق وتطورها جاء إنعكاساً للظروف و الاحتياجات المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها هذه الأسواق ، فنشأة تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته ، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء شركات ذات الفوائض المالية إذ سعت تلك الشركات إلى استثمار هذه الفوائض من خلال هذه الأسواق.
- ◆ تنقسم سوق الأوراق المالية إلى أسواق أولية و أسواق ثانوية التي بدورها تنقسم إلى أسواق فورية و أسواق أجلّة و لكل سوق من هذه الأسواق فئة معينة من المتعاملين و نوع مخصص من الأوراق المالية تختلف حسب مدتها و حجم التعامل بها.
- ◆ تلعب سوق الأوراق مالية دوراً هاماً في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة القطاعات بما ينعكس أثره في الأخير على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الراج والكساد.
- ◆ تنقسم عمليات سوق الأوراق المالية المعاصرة إلى عمليات عاجلة و عمليات أجلّة و من أنواع هذه الأخيرة العمليات الباتة و الشرطية و العمليات مع الخيار، بالإضافة إلى عمليات المضاربة.
- ◆ توجد في أسواق الأوراق المالية مؤشرات تستخدم كدلائل علي وضعية التطورات الحاصلة في السوق و تختلف هذه المؤشرات من سوق إلى أخرى.
- ◆ تعتبر الكفاءة في أسواق الأوراق المالية من أهم خصائص السوق رغم أن هذه الكفاءة تعرف مستويات ثلاثة منها الضعيفة و المتوسطة و الصيغة القوية.

الفصل الثاني أدوات الإستثمار في  
سوق الأوراق المالية المعاصرة

## تمهيد

تتوفر أسواق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات و الأوراق المهجنة تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك بيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دور جد مهم في الحياة الإقتصادية، مما يجعل وجودها في أي إقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر المناخ المناسب.

كما أن رواجها يقتضي توفير الكم و الكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة، و حتى يتمكن المستثمرين من إتخاذ القرارات الرشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أو في الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى في أسواق الأوراق المالية الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها وتطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها.

وتعتبر الأوراق المالية أحد أركان الأساسية في قيام سوق الأوراق المالية المعاصرة كما أن تنوعها و تطورها وتجدها مهما جدا لكي تتماشى مع التطورات العالمية مما يجعلها أدوات إستثمارية تحظى بالقبول الواسع في الأسواق العالمية.

لذلك جاء تقسيم هذا الفصل كما يلي:

**المبحث الأول : مفهوم الإستثمار و محدداته و أهدافه من المنظور الوضعي**

**المبحث الثاني : ماهية الأسهم**

**المبحث الثالث : ماهية السندات**

**المبحث الرابع : المشتقات المالية**

المبحث الأول : مفهوم الإستثمار و محدداته و أهدافه من المنظور الوضعي

يعتبر الإستثمار من أهم العمليات الإقتصادية الواجب تنميتها والحفاظ عليها ، لأنه بواسطة الإستثمار يمكن زيادة الدخل وإتماء المال ، لذلك سوف نعالج من خلال هذا المبحث ماهية الإستثمار من حيث المفهوم اللغوي والإقتصادي ثم الإستثمار والمفاهيم القريبة منه بالإضافة لمحددات الإستثمار و أهدافه ثم أنواعه.

المطلب الأول : ماهية الاستثمارية

الفرع الأول : تعريف الاستثمار

يمكننا ذكر عدة تعاريف لعملية الإستثمار من الناحية الإقتصادية ومنها

الإستثمار هو "توظيف أموال في أصل معين أو عدة أصول يحتفظ بها شخص ( مستثمر ) فردا كان أم مؤسسة يحقق له مردود معين ، يتمثل في العائد المطلوب من قبل ذلك المستثمر وذلك من أجل تعويضه عن الوقت الذي تم فيه توظيف تلك الأموال ومعدل التضخم المتوقع وكذا عدم التأكد ( المخاطرة) من عدم تحقق ذلك العائد" (1)

يعرف الأستثمار بأنه " هو التضحية بالإستهلاك في الوقت الحالي أملا في الحصول على عوائد أكبر مستقبلا ، ولذلك كلما زاد عدم إطمئنان المستثمر بشأن العوائد التي سيحصل عليها في المستقبل زادت قيمة المكافآت التي يطالب فيها مقابل إستثماراته" (2).

كما يعرف الإستثمار على أنه " التنازل عن السيولة التي يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر ، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية" (3) .

الإستثمار هو " عملية إقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس وقواعد علمية وعقلانية بموجبها يجري توجيهه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد أقتصادية أو إجتماعية أو ثقافية أو علمية ... الخ في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تتضمن قيما تتجاوز القيم الحقيقية

<sup>1</sup> - مؤيد عبد الرحمن الدوري ، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ص، 22

<sup>2</sup> - ماجد أحمد عطا الله ، مرجع سابق ، ص، 12

<sup>3</sup> - حمزة عبد الكريم محمد حماد ، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية ، دار الفئاس ، عمان ، الأردن ، 2008 ، ص، 38

الحالية للأصول الرأسمالية المطلوبة وفي ظروف تتسم بالأمان قدر المستطاع مع عدم إستبعاد هامش مقبولة من المخاطرة<sup>(1)</sup>.

من خلال التعاريف السابقة لعملية الإستثمار يمكننا أن نستنتج أن عملية الإستثمار هي ( إستغلال المساحات المالية أو النقدية الحالية في أصول مالية أو عينية يهدف تحقيق عوائد أو زيادة في الدخل بمرور الزمن حسب طبيعة الإستثمار المستهدف ، أي هي عملية تحويل الأصول النقدية إلى أصول مالية أو عينية وهذا ما يظهر العلاقة بين الأصول النقدية (السيولة) والأصول المالية أو العينية والتي تظهر دائما في القوائم المالية لكل مؤسسة إقتصادية ، وتكون مقترنة مع بعضها البعض ، كما أن هذا التحويل لطبيعة الأصول ترافقه بعض المخاطر التي يجب تحمل تكاليفها من خلال العملية الإستثمارية.

### الفرع الثاني : المفاهيم القريبة للإستثمار

إنطلاقا من تعاريف الإستثمار السابقة يمكننا أن نستنتج أن الإستثمار يشتمل على عنصرين أساسيين هما : العائد والمخاطرة ويختلف هذان العنصران من إستثمار لآخر حسب النوع والمجال والمدة الزمنية المستثمر فيها ولذلك نجد بعض المفاهيم الأخرى القريبة لمفهوم الإستثمار نظرا لإشتغالها على عنصر العائد والمخاطرة ، ومن هذه المفاهيم ، المضاربة و المقامرة ، وقبل التطرق للتمييز بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة يجب تحديد مفهوم كل من المضاربة والمقامرة ولو بشكل بسيط<sup>(2)</sup>.

### أولا : المقامرة Gambling

المقامرة هي المراهنة على دخل غير مؤكد فعندما تكون لدى شخص رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية جدا من المخاطرة تتمثل بعدم التأكد من النتائج سعيا وراء الربح عندها يسمى هذا الشخص بالمقامر .

### ثانيا : المضاربة Speculation

تعني المضاربة أن يكون شخص مستعدا لتحمل درجة عالية نوعا ما من عدم التأكد من النتائج ولكن بشكل مدروس ، وذلك أملا في تحقيق أرباح عالية ناتجة عن التقلبات المتوقعة في سعر الأداة الإستثمارية ، عندها يسمى هذا الشخص مضاربا .

<sup>1</sup>- هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص، 17

<sup>2</sup>- شقيري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان وآخرون ، مرجع سابق ، ص، 18.

أما الإستثمار الفعلي يتطلب إستعداد الشخص لتحمل درجة معقولة من عدم التأكد من النتائج أملا في الحصول على ربح ملائم لها يتمثل غالبا في صورة أرباح إيرادية هي أرباح السهم أو كوبون السند ( بالنسبة للإستثمار المالي) أو إيجار عقار أو عوائد أو الدخل الناتج عن مشروع إستثماري قائم (بالنسبة للإستثمار الحقيقي) ويسمى هذا الشخص مستثمرا .

### ثالثا : الفروق الأساسية بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة

من خلال التعاريف السابقة لكل من المقامرة والمضاربة وكذا الإستثمار يمكننا تحديد نقاط الإختلاف الأساسية بين المفاهيم الثلاثة كما يلي :<sup>(1)</sup>

#### أ- الأفق الزمني للعملة

يركز المضارب على الأجل الصغير لتحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية وفي أقصر فترة زمنية ممكنة ، كذلك نفس الشيء بالنسبة للمقامرة لكن في أجل قد يكون أقصر من الأجل المخصص لعملة المضاربة ، بينما يركز المستثمر على الأجل الطويل ويهتم بتحقيق أكبر عائد سنوي من إستثماره و لأطول مدة ممكنة .

#### ب- موضوع التركيز في القرار

يقوم المضارب بالتركيز في قراراته على موعد الإستحقاق بينما يركز المقامر على مقدار الأرباح غير المؤكد ، في حين يركز المستثمر في قراراته على العائد الذي يكون مدروس مسبقا.

#### ج- الإستعداد لتحمل المخاطرة

يكون المضارب على إستعداد لتحمل درجات عالية من المخاطرة في حين المقامر يتحمل مخاطرة عالية جدا مقارنة بالمضارب ، والمستثمر يتحمل مخاطرة أقل من المضارب والمقامر.

<sup>1</sup>- زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص، 15 ( بتصرف قليل).

## د- نوع الربح الذي يسعى إليه كلا منهم

يسعى المضارب والمقامر لتحقيق أرباح رأسمالية سريعة بينما يهدف المستثمر إلى تحقيق أرباح إيرادية مستمرة ولأجل طويل<sup>(1)</sup>

## الفرع الثالث : خصائص الإستثمار

للإستثمار مجموعة من الخصائص يمكن إستنتاج الكثير منها من خلال التعاريف السابقة ومن هذه الخصائص ما يلي<sup>(2)</sup>:

\* إن الإستثمار عملة إقتصادية حيث أنه مجموعة من النشاطات الإقتصادية التي تهدف إلى تحقيق عوائد إقتصادية أو مالية ، كما يقوم على معايير إقتصادية عقلانية في حساباته من أجل تقييم الجدوى أو تقييم الأداء .

\* يتسم الإستثمار بالتعميم من حيث القائمين به ، إذ يقوم بالإستثمار أفراد أو مجموعات ، قطاع خاص أو عام كذلك قد تقوم به كل أنواع المؤسسات ، ويرجع هذا التعميم لكون الإستثمار قد يكون في الكثير من القطاعات والأزمنة القصيرة أو المتوسطة أو الأجل الطويل .

\* يقوم الإستثمار على أسس علمية وقواعد محددة ، ويعني ذلك أن القرارات الإستثمارية يتم وضعها وفق مناهج معينة بالإعتماد على دراسات لجدوى المشروع بحيث ترتفع كفاءة التنبؤات ، فتضمن هذه القرارات أعلى حالات الوضوح والتأكد من بين البدائل المتاحة ، ولاشك بأن عمليات الإستثمار التي تجري حالياً ومنذ فترة طويلة مع بداية نشوء الأسواق المالية ، تقوم على أسس وقواعد تنظيمية محددة تلتزم بها كافة الأطراف التي تشارك في إنجاز هذه العمليات .

\* يهتم الإستثمار بتوجيه الأصول الرأسمالية بمختلف أشكالها سواء كانت مادية أو مالية ( أسهم وسندات ، الخيارات ، الصكوك الإسلامية...) و البشرية و المعلوماتية (معرفة المواصفات know what ومعرفة الداء know how ، يوجه الإستثمار كل أنواع هذه الأصول لتحقيق عوائد متباينة ، ويتوقف نوع العائد على الهدف الرئيسي للمستثمر على أبعاد التأثيرات الإستثمارية في الإقتصاد والمجتمع .

<sup>1</sup>- أحمد معجب العتيبي ، المحافظ المالية الإستثمارية ، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي ، دار النفائس ، عمان ، الأردن ، ص، 26.

<sup>2</sup>- هويشار معروف ، مرجع سابق ، ص-ص ، 18-19 (بتصرف قليل).

\* يبحث الاستثمار عن ضمان العوائد التي تتسم بتدفقات دورية مستمرة والتي يفترض بها أن تجري في ظروف واضحة ومستقرة ، كما يجب أن تتميز العوائد بالتدفق المستمر والمتزايد ، كما يجب أن تتجاوز القيمة التراكمية للعوائد المتوقعة من الإستثمار التكاليف الناجمة عن إنشاء الإستثمار مهما كان نوعه ، كما يجب أن تعوض العوائد الوقت الذي خصصه المستثمر لإنجاز ومتابعة العملية الاستثمارية.

\* لا بد أن يتم الإستثمار في ظروف تتسم بالشفافية والوضوح وبذلك تتميز شخصية المستثمر عن غيره في الإلتزام بالمحددات التشريعية وبالشروط الإقتصادية ، مما يساعد على تحسين سمعته الإقتصادية في المجتمع ، وعدم الإلتزام بالقوانين والتشريعات الإقتصادية قد يحمله بعض التكاليف الأخرى ويفقده مكانته الإقتصادية في الإقتصاد .

\* إن الاستثمار يقبل بهامش معين من المخاطرة ، وهذا طبيعي جدا نظرا لعدم وجود حالة تؤكد مطلقة في الإستثمار بخصوص المستقبل، لذلك يستوجب إعداد دراسة تحليلية مقارنة للعوائد والمخاطر المتوقعة.

### المطلب الثاني : محددات الإستثمار وأهدافه

#### الفرع الأول : محددات الإستثمار

لنجاح الإستثمار يجب تحديد أو توفير مجموعة من المحددات التي تحكم حجم الإستثمار و من هذه المحددات ما يلي<sup>(1)</sup> :

#### أولا - الإئتمان المصرفي ( توفر التمويل )

إن توفر الإئتمان المصرفي من طرف المصارف التجارية أو المصارف المتخصصة ، لدعم المشاريع أو الشركات الأعمال سواء برأس المال العامل ( التشغيلي ) أو رأس المال الثابت ، يعتبر عاملا محددًا ومؤشرا على الإستثمار، وعلى العكس في حالة عدم توفر هذا الدعم للمشاريع من طرف الجهاز المصرفي قد يعمل على تثبيط الإستثمار في الإقتصاد ، إضافة إلى وجوب توفر القدرة المالية لا بد من توافر القدرة متابعة من نوع آخر هي الخبرة والقدرة على التسيير والقدرة التسويق فهذه القدرات كفيلة بإنشاء قدرة تمويلية مستمرة .

#### ثانيا : عدم الإستقرار الإقتصادي

إن عدم الإستقرار الإقتصادي يؤثر سلبا على عملية الإستثمار في الإقتصاد من خلال جوانب عديدة منها إرتفاع معدلات التضخم و التي تؤثر على الربحية المتوقعة وخاصة في حالة الشركات أو المشاريع إلى تكون فيها

<sup>1</sup> - قاسم نايف علواني ، قاسم نايف علواني ، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، دار الثقافة للنشر، عمان الأردن ، 2012 ، ط 2 ، ص - ص 38 - 39

الإدارة غير مغامرة ، فإن حالة عدم التأكد تجعل هذه الإدارة تعيد هيكلة إستثماراتها بعيدا عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة وهذا يؤدي إلى إنكماش الإستثمار .

### ثالثا : التقديم التكنولوجي والتقني

يعتبر التقدم التكنولوجي والتقني والفني المستخدم في عملية الإستثمار سواء الإستثمار الحقيقي ( العيني) أو المالي ( الأوراق المالية ) في غاية الأهمية بالنسبة للمستثمرين الذين يرغبون في المحافظة على مراكز تنافسية و خلق ميزة تنافسية بالنسبة لإستثماراتهم ، كما أن هذا التقدم التكنولوجي له أهمية كبيرة في التحكم في التكاليف ومن ثم إمكانية ، تحقيق أرباح مرتفعة ، كما أن بعض الإستثمارات تحتاج إلى إستخدام كل ما هو جديدة في المجال التكنولوجي والتقني وحتى على مستوى التقدم في تكنولوجيات الإعلام والإتصال كما هو الحال بالنسبة للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية الدولية .

### رابعا : النقد الأجنبي

نظرا لكون الإستثمار اليوم لم تعد له حدود جغرافية أو إقتصادية ، حيث أصبح الإقتصاد العالمي مفتوح لكل المستثمر مهما كان موقعه في العالم ، وذلك راجع أساسا للتقدم في تكنولوجيات الإعلام و الإتصال ، لذلك فإن من أهم العوامل المحددة للإستثمار مهما كان نوعه ، وخاصة الإستثمار الذي يهدف إلى تخطي الحدود الجغرافية والإقتصادية للبلد الأصلي، فإن توفر النقد الأجنبي من أهم العوامل المحددة للإستثمار ، ليس هذا فقط بل مدى إستقرار النقد المحلي مقابل النقد الأجنبي وكذا نمط أو نظام الصرف المتبع في الإقتصاد المحلي ، لأن كل ذلك يؤثر على مقدار إتساع نطاق الإستثمار وعلى العوائد والتكاليف المتوقعة من الإستثمار المعني .

### خامسا : المديونية الخارجية للدولة

إن إرتفاع نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي تؤثر سلبا على الإستثمار الخاص من خلال مجالات عديدة منها : إستخدام الموارد المتاحة لخدمة الدين العام ، وقد يزاحم الإستثمار العام الإستثمار الخاص ، كذلك قد يؤدي إرتفاع المديونية إلى تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج بدل إدخارها أو إستثمارها محليا ، مما يؤدي إلى إرتفاع تكاليف رأس المال المطلوب <sup>(1)</sup> .

<sup>1</sup> - قاسم نايف علواني ، مرجع سابق ، ص ، 39 .

سادسا : عوامل أخرى

منها توفر الوعي الإدخاري والإستثماري لدى جمهور المستثمرين أو مدى توفر أسواق مالية كفأة في الإقتصاد ، وكذلك يمكن أن تأثر بعض تغيرات العالمية على حجم الإستثمارات منها التقلبات في أسعار النفط الذي يؤثر في أسعار الأسهم خاصة في البلدان المصدرة للنفط ، حيث يؤثر الإرتفاع في أسعار النفط على زيادة مستوى عائدات البلد الذي أنفقت المزيد من الأموال على مشاريع التنمية للإقتصاد ، مما يؤثر على الإستثمار في الأسواق المالية .

### الفرع الثاني : أهداف الإستثمار

تختلف أهداف الإستثمار حسب الإمكانيات المتاحة للمستثمر ومستوى وطبيعة طموحاته الإقتصادية وما يتوفر لديه من معلومات بشأن مصدر التسهيلات الإئتمانية وفرص الإستثمار المختلفة ، وكذلك ما يسود من مناخ إستثماري في محيط نشاطاته وأخيرا ما يميز به المستثمر شخصا أو ما يعتمد عليه من قدرات أو أجهزة إدارية وعموما يمكن تحديد الأهداف التالية للإستثمار<sup>(1)</sup>

### أولا : الحفاظ على الأصول المادية والمالية

هي الأصول التي يمتلكها المستثمر أو يحق له التصرف بها ، وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة وبما يجنب هذه الأصول التأثيرات السلبية لهذه المخاطر ، إن هدف الحفاظ على الأصول الرأسمالية يعد أمرا إستراتيجيا لأن التضحية بجزء من هذه الأصول الرأسمالية يعد أمرا إستراتيجيا لأن التضحية بجزء من هذه الأصول أو كلها يؤدي إلى ضياع ممتلكات خاصة حققها المستثمر سابقا أو تجعله تحت طائلة الديون ، وهذا يجب التأكيد على ضرورة الإستخدام الكفء للأصول المستثمرة سواء كان ذلك عند التخصيص الأولى و إتخاذ القرار الإستثماري أو عند تشغيل الأصول المعنية في عمليات تتميز بأدنى الخسائر وبأفضل التدفقات ذات العوائد الصافية .

<sup>1</sup>- هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص، 20

ثانيا : تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول

يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس المال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها<sup>(1)</sup>، و يتحقق هذا الهدف عندما يضحى الفرد بالإستهلاك الجاري على أمل تكوين ثروة في المستقبل<sup>(2)</sup>

ثالثا: تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات

لذلك يسعى المستثمر إلى تحقيق الدخل مستمر مستقبلا ، و لا يعتبر إستمرار السيولة الهدف الإستراتيجي للمستثمر إلا أنها مهمة لعدة أسباب منها:<sup>(3)</sup>

- ❖ تغطية النفقات الجارية الخاصة بعمليات التشغيل و الصيانة و التصليح و التطوير.
- ❖ إيفاء بالديون المستحقة و بنفس العملات الأجنبية أو المحلية
- ❖ مواجهة متطلبات الحياة الإقتصادية و الإجتماعية خاصة عندما يعمل المستثمر بشكل فردي أو أسري ومواجهة متطلبات التنظيم الإداري للإستثمار عند ما يجري الإستثمار في إطار مؤسسي

رابعا: تأمين المستقبل

عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الإستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على إستثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوراً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

<sup>1</sup> - ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص، 13.

<sup>2</sup> - طاهر حيدر حردان، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل، عمان الأردن، ط1، 2009، ص، 16.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص، 21.

## المبحث الثاني : ماهية الأسهم (Stocks).

إن الاستثمار في سوق الأوراق المالية هو إستثمار طويل الأجل في غالب أحيانه ، و بالتالي يحتاج هذا الإستثمار إلى أدوات مالية تتميز بهذه الصفة ، و حيث تعتبر هذه الأدوات السلعة الأساسية التي تقوم عليها سوق الأوراق المالية المعاصرة ، و تتمثل هذه الأدوات في الأسهم و السندات والمشتقات المالية ، و سوف نتطرق في هذا المبحث إلى الأسهم من حيث تعريفها و خصائصها ، و مختلف قيمها و أنواعها.

## المطلب الأول : تعريف الأسهم.

يمكن أن تأخذ الأسهم عدة تعاريف منها " هو جزء من رأس مال شركة المساهمة، إذ أن رأس مال شركة المساهمة أو شركة الأموال يقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء منها سهما، والأصل تطرح أسهم شركة المساهمة على الجمهور للاكتتاب وذلك عن طريق بنك أو أكثر إذ يتلقى البنك إكتتابات الجمهور (عروض الشراء) التي قد تزيد على عدد الأسهم المصدرة، وهنا يقوم المؤسسون بعملية تسمى بعملية التخصيص ، فقد يفضلوا صغار المستثمرين في عدد صغير من الأسهم وذلك في حالة الرغبة في انتشار سمعة الشركة على عدد كبير من الناس، أو قد يفضل المؤسسون كبار المكتتبين، كما قد يقبلوا بجميع المستثمرين صغارا أو كبارا بعملية تسمى التوزيع النسبي أي أن كل مكتتب يأخذ نسبة أقل من التي يرغب في شرائها<sup>(1)</sup>

وهذه النسبة تحسب كما يلي :

$$\frac{\text{عدد الأسهم المصدرة}}{\text{عدد الأسهم المكتتب فيها}}$$

كما يمكن تعريف الأسهم على أنها<sup>(2)</sup> "الأسهم صكوك متساوية القيمة عند إصدارها ، قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويتمثل فيها حق المساهم في حق رأس مال الشركة التي ساهم فيها، وتحول له بصفته هذه ممارسة حقوقه لاسيما حقه في الحصول على الأرباح وإختيار مجلس الإدارة".

و السهم جزء من رأس مال الشركة، ويمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد نصيبه من الربح ، وحقه في أموال الشركة عند تصفيتها، مسؤوليته اتجاه الشركة .

كما يعرف السهم على أنه: "الصك الذي تصدره شركة مساهمة بقيمة اسمية معينة، ويمثل حصة الشريك في رأس مال الشركة".

<sup>1</sup> - محمود أمين زويل، بورصة الأدوات المالية، موقعها من الأسواق، أحوالها ، مستقبلها ، دار الوفاء الإسكندرية ، 2000.ص،44

<sup>2</sup> - احمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق، ص- ص، 107-108 .

ويعرفها القانون التجاري اللبناني (المادة 104) على أن<sup>(1)</sup>: "الأسهم في أقسام متساوية من رأس مال الشركة غير قابلة للتجزئة، تمثلها وثائق قابلة للتداول تكون إسمية أو لأمر، ويعني تساوي القيمة الإسمية عدم جواز إصدارها بقيمة إسمية مختلفة وسبب في وجوب تساوي القيمة الإسمية هي تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة، وتسيير عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر السهم في سوق الأوراق المالية .

ويتميز السهم بعدم قابلية التجزئة بالنسبة للشركة، وذلك بهدف تسهيل مباشرة الحقوق التابعة للسهم، والتي تمنحها لأصحابها، لاسيما حق التصويت في الجمعيات العامة حيث لا يمكن أن يكون حق التصويت قابلاً للتجزئة، والأسهم قابلة للتداول فيمكن التنازل عنها بطريقة القيد في دفاتر الشركة إذا كان السهم إسمياً، وبالتسليم لحامله إن كان لحاملة أو بتظهير إن كان لأمر.

كما أن السهم شهادة تخول لصاحبها الحق في ملكية جزء من ممتلكات الشركة بقيمة السهم الإسمية الموقعة على الشهادة، فالسهم يخول لصاحبه امتلاك جزء من الشركة المساهم فيها، ويكون له ذلك الحق أثناء حياة الشركة أو عند تصفيتها<sup>(2)</sup>.

مما سبق ومن كل التعاريف الواردة نستنتج أن تعريف السهم يستوجب أن يكون :

- صك أو شهادة سواء لحاملها أو لاسمه أو لأمر.
- تدل على حق أو إمتلاك جزء في شركة المساهمة أو شركة الأموال.
- يتمتع حامل السهم (المكاتب) بحقوق و إلتزامات إتجاه الشركة .
- السهم ورقة مالية غير قابلة للتجزئة أو التقسيم.
- يمكن تداولها بالطرق التجارية أو التنازل عليها حسب نوع السهم.

المطلب الثاني : خصائص الأسهم وحقوق حملتها

الفرع الأول : خصائص الأسهم.

تمتع الأسهم بخصائص ومميزات تجعلها مختلفة عن باقي أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة، ومن هذه الخصائص ما يلي<sup>(3)</sup> :

أولاً : الأسهم متساوية القيمة

يقصد بذلك إصدار الشركات المساهمة من الأسهم تكون هذه الأسهم متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيمة مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة أن

<sup>1</sup> - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص- ص، 42-43 .

<sup>2</sup> - السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006، ص، 57 (بتصرف قليل).

<sup>3</sup> - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2005، ص، 78

تصدر مثلا سندات مختلفة القيمة الإسمية في آن واحد بينما لا يجوز ذلك في الأسهم، هذا مع مراعاة أنه يجوز للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بأن تصدر أسهما ممتازة بقيمة إسمية تختلف عن القيمة الإسمية للأسهم العادية .

### ثانيا : القابلية للتداول

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وخاصية التداول و إن كانت تتوفر إستثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة للسهم شركة المساهمة العامة، لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير الشرعية بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا بأسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا، أو بعد توزيع نسبة محددة من أرباحها على المساهمين.

### ثالثا : السهم غير قابل للتجزئة

لا يجوز أن يتعدد مالك السهم الواحد أمام الشركة، فمثلا إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة الإرث أو هبة أو وصية... إلخ فإن هذه التجزئة لا تسري في مواجهة الشركة و يتعين إما بيع السهم أو إقتسام قيمته أو إجراء صلح تؤول بموجبه ملكية السهم إلى شخص واحد ينتدب بالوكالة الشرعية ليصبح بمثابة الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة، مع إعتبار باقي الشركاء في السهم مسؤولين بالتضامن في حدود قيمة السهم عن الالتزامات الناتجة عن هذه الملكية، وتسهل خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة مباشرة الحقوق مثل حق التصويت في الجمعية العمومية وكافة الحقوق التي لا يتصور تجزئتها<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني : حقوق حملة الأسهم.

تمنح الأسهم لحملة حقوق عدة بقدر مساهمتهم في رأس مال شركة المساهمة<sup>(2)</sup>.

➤ حق إقتسام الربح المتحقق عن نشاط الشركة بعد إستثناء الاحتياطي القانوني من صافي الأرباح، كما أنه قد تقوم شركة المساهمة بتوزيع أرباح على المساهمين تفوق الربح الفعلي للشركة وذلك بالسحب من إحتياطي دعم الأرباح بهدف ترغيب الآخرين في الاكتتاب في أسهم الشركة .

➤ حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة وذلك من خلال حق التصويت في الجمعية العمومية، حق مراقبة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر.

<sup>1</sup> - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص، 110-111

<sup>2</sup> - السيد عليوه، مرجع سابق، ص، 61 .

كما يتمتع أصحاب الأسهم بحقوق أخرى<sup>(1)</sup> :

- حق المساهم في الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها وذلك بمقدار حصته فيها وذلك بعد ترتيب أصحاب الحقوق حسب الأولوية في استرجاع أموالهم فمثلا أصحاب الديون وأصحاب الأسهم الممتازة أولى من أصحاب الأسهم العادية
- حق البقاء في الشركة وحق الأولوية في الاكتتاب في إصدارات الأسهم الجديدة حيث يعطى للمساهمين الأصليين في الشركة حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة.
- حق التنازل عن الأسهم والتصرف بها بالبيع أو الهبة وغيرها من التصرفات القانونية.

### المطلب الثالث : أنواع الأسهم .

يمكن تقسيم الأسهم إلى عدة أنواع حسب مجموعة من الاعتبارات المختلفة:

#### الفرع الأول: أنواع الأسهم حسب طريقة تداولها

وفق هذا المعيار تصنف الأسهم إلى ما يلي<sup>(2)</sup>:

##### أولا : السهم لحامله

يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل إسم صاحبها الأول أو مالكها، و الهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد إستلامه لشهادة السهم.

##### ثانيا : السهم الإسمي

يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل إسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند إنتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الإنتقال بسجل المساهمين في الشركة المصدرة.

##### ثالثا : السهم الإذني أو لأمر

و هذا النوع من الإصدار يتم ذكر إسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، و المقصود بذلك أن يتم إنتقال ملكية السهم بواسطة تظهير بواسطة الشهادة دون الحاجة إلى الرجوع للشركة المصدرة للسهم.

##### الفرع الثاني : أنواع الأسهم بحسب طبيعة الحصة المساهم بها.

وفي هذا المعيار تنقسم الأسهم إلى أربعة أصناف هي : أسهم العينية أو النقدية والأسهم المختلطة ثم حصص التأسيس .

<sup>1</sup> - أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق، ص- ص، 117-118 .

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شب ،الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص- ص، 245-246 .

أولا : أسهم عينية.

هي الأسهم التي تعود ملكيتها لأصحابها بعد أن يدفعوا قيمتها عينا كأرض أو بضاعة أو مبنى... الخ إلا أنه يشترط في هذا النوع من الأسهم ما يلي<sup>(1)</sup>:

- الوفاء بتقديمها كاملة.
- تقدير الحصة العينية تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية.
- عدم تداولها قبل مضي سنتين.

ثانيا : الأسهم النقدية

فهي تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة ، وهذه الأسهم قد تكون محررة أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة أي دفع بعض قيمتها<sup>(2)</sup> كالنصف مثلا حيث يمكن للمكتب فيها أن يدفع جزءا ، وهو في هذه الحالة مطالب بالباقي وخاصة عندما تصفى الشركة وتكون عليها ديون فإنه يطالب بالباقي، أما في القانون الجزائري يكفي المكتب بدفع 25 % من القيمة النقدية للسهم على أن يسدد القيمة الباقية خلال مدة لا تزيد عن خمسة سنوات منذ تاريخ تأسيسها<sup>(3)</sup>.

ثالثا : الأسهم المختلطة

و هي الأسهم التي يمتلكها أصحابها بعد دفع قيمتها نقدا و عينا، كمن يدخل مساهما أو مكتتبا في أسهم شركة بأن يدفع مقابل ذلك عقارا ومبلغا نقديا<sup>(4)</sup>.

رابعا: حصص التأسيس.

يرجع بعض الكتاب ظهور حصص التأسيس إلى تاريخ إنشاء قناة السويس حيث فكر المؤسسون في منح السلطات الفرنسية والمصرية وغيرها ممن ساهموا في تقديم خدماتهم لإنجاح المشروع حصص تأسيس مكافأة جهودهم .

وتعرف حصص التأسيس بأنها صكوك قابلة للتداول بطرق تجارية، تصدرها شركة المساهمة وتمنح لصاحبها نصيبا من أرباح الشركة مقابل ما قدمه من خدمات أثناء تأسيس الشركة<sup>(5)</sup> ، وقد تأخذ هذه الخدمات شكل براءة

<sup>1</sup> - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار ابن الحوزي، السعودية 1426/2006 هـ ، ص، 51

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق ، ص، 50

<sup>3</sup> - عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، دار المعرفة، الجزائر 2009 ، ص، 268

<sup>4</sup> - شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 95.

<sup>5</sup> - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص، 123.

اختراع مثلا إلا أنها لا تعتبر جزءا من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات<sup>(1)</sup> (الإدارة أو الجمعية العمومية).

الفرع الثالث : أنواع الأسهم حسب استهلاكها أو عدمه.

وفي هذا المجال نميز بين نوعين من الأسهم هي أسهم رأس المال وأسهم التمتع .

أولا : أسهم رأس المال .

هي المساهمة التي يقدمها المساهم، ولا تعود إليه إلا عند فسخ عقد الشركة أو إنقضائها ولا ترد قيمتها أثناء قيام الشركة<sup>(2)</sup>.

ثانيا : أسهم التمتع .

سهم التمتع هو الصك الذي يتسلمه المساهم تعويضا له عن أسهمه التي ردت قيمتها له (استهلكها) أثناء قيام الشركة، أو هي الأسهم التي استهلكت قيمتها ويكون الاستهلاك من الأرباح وليس من رأس المال و لصاحب هذا الصك الحقوق التالية<sup>(3)</sup>:

- حق الحصول على نسبة ضئيلة من أرباح الشركة يحددها نظام الشركة.
- حق الحصول على نسبة من أموال التصفية بعد إسترداد أصحاب الأسهم العادية لقيمة أسهمهم
- حق المشاركة في مداولات الجمعية العمومية والتصويت فيها.

الفرع الرابع: أنواعها بالنظر إلى المنح أو عدمه

وينقسم إلى نوعين أسهم غير مجانية وأسهم مجانية<sup>(4)</sup>

أولا: الأسهم غير مجانية

هي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها بشكل عادي.

ثانيا : الأسهم المجانية (المنح)

وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قيمة السهم.

<sup>1</sup> - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق ، ص، 52.

<sup>2</sup> - مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول ، كنوز اشبيليا، الرياض . ط1، 2005 ص، 118

<sup>3</sup> - على محي الدين قره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، ص، 121..

<sup>4</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري مرجع سابق، ص، 96.

الفرع الخامس : أنواع الأسهم بحسب الحقوق التي يمنحها السهم لمالكه

وفقا لهذا المعيار تنقسم الأسهم إلى أسهم عادية و أسهم ممتازة، سوف نذكرها باختصار في هذا الموضوع ثم سوف نخصص لكل منهما مطلباً لاحقاً للتفصيل فيهما، بالإضافة إلى الأسهم المؤجلة.

أولاً : الأسهم العادية

تعرف الأسهم العادية بأنها حصة في ملكية إحدى الشركات، وحملة الأسهم العادية هم في الواقع ملاك الشركة المصدرة لتلك الأسهم، لذلك فإن هؤلاء الملاك لا يحصلون على أي عائد على أموالهم المستثمرة قبل أن تقوم الشركة بالوفاء بالتزاماتها تجاه الحكومة والدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة<sup>(1)</sup>، ولأصحاب الأسهم العادية حقوق والتزامات سوف نتطرق لها لاحقاً بالتفصيل .

ثانياً: الأسهم الممتازة

تتميز الأسهم الممتازة بأنها خليط من أنواع الأوراق المالية المختلفة، فهي تعطي لحاملها حقوقاً مشابهة فيما يتعلق بشؤون الشركة مثلها مثل الأسهم العادية، ولكن حاملها بشكل عام ليس لديهم الحق في التصويت في إجتماعات مجلس الإدارة، كما هو الحال بالنسبة للسندات، يحصل حاملها على مبالغ (عائد) محدد في تواريخ محددة مسبقاً<sup>(2)</sup>.

ثالثاً: الأسهم المؤجلة

و هي إعادة للمؤسسين و لمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها، و تسمى مؤجلة لأنها لا تستحق حملتها نصيباً من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي هذه الأسهم المؤجلة بقية الأسهم بنسبة محددة من رأس المال<sup>(3)</sup>.

المطلب الرابع: الأسهم العادية Common stocks

الأسهم العادية هي نوع من الأسهم يمكن تمييزها على أساس الحق الذي يمنحه السهم لحامله، كما سبق و أن بينا سابقاً، لذلك خصصنا هذا المطلب للأسهم العادية حيث سوف نتطرق لها من حيث تعريفها و أنواعها أو التوجيهات الحديثة للأسهم العادية.

<sup>1</sup> - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، 176

<sup>2</sup> - مايكل بيكيت، كيف نعمل البورصة؟ دليل المستثمر الصغير، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ، القاهرة، ط1، 2006، ص، 15.

<sup>3</sup> - معبد علي الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام-الإدارة المالية في الإسلام- ، مؤسسة البيت ، عمان، الجزء الأول، 1989، ص، 113.

## الفرع الأول: ماهية الأسهم العادية

و يطلق عليها كذلك اسم شهادات المشاركة في الأرباح و الخسائر، و السهم العادي هو السهم الذي لا يمنح حامله أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين، سواء في أرباح الشركة خلال حياتها أو أصولها عند التصفية، و تصدر الأسهم العادية في الغالب في فئة واحدة متساوية في الحقوق و الالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع من صدورهما أحيانا في فئات متعددة بمزايا مختلفة مثل أسهم عادية فئة (A) ذات مركز متميز في الحصول على الربح، لكنها لا تتمتع بحقوقها كاملة في التصويت، و أسهم عادية فئة (B) يكون نصيبها من الربح أقل لكن لها حق كامل في التصويت<sup>(1)</sup>.

و يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة إسمية ثابتة و هي قيمة الوجه Par value (قيمة إسمية)، تضمن حقوقا و واجبات متساوية لمالكها و تطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية و يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها، السوقية لتغيرات مستمرة و التي تعود إلى أسباب و تقييمات متباينة<sup>(2)</sup>.

و يحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات و ذلك في شكل نسبة سنوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة، و ذلك في حدود القيود و الشروط المحددة في العقد الأساسي للشركة و بما يتمشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد، و يتقاضون الأرباح الموزعة إما نقدا أو في شكل أسهم، ذلك بعدما يتقاضى حملة الأسهم الممتازة حقوقهم في الربح، و كذلك في حالة تسيل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة بعد كافة الدائنين<sup>(3)</sup>.

## الفرع الثاني: حقوق أصحاب الأسهم العادية

يتمتع أصحاب الأسهم العادية أو كما يسمون المساهمين العاديين بجملة من الحقوق منها<sup>(4)</sup>:

**أولاً:** حق التصويت في مجلس الإدارة و إنتخاب أعضائها (voting rights)، إلا أنه تجدر الإشارة أن إنتخاب مجلس الإدارة يتم بأسلوبين، الأول يتمثل في طريقة تصويت الأغلبية، و الثانية هي طريقة التصويت التراكمي، و بموجب الطريقة الأولى يفوز عضو مجلس الإدارة إذا ما حصل على أكثر من 50% من الأصوات

1 - حسن بني هاني، مرجع سابق، ص، 144.

2 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص، 93.

3 - محمد مطر، فايز تميم، مرجع سابق، ص، 80.

4 - عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرح، مرجع سابق، ص، 156.

للمساهمين، أما الطريقة الثانية فهي تعطي لحامل السهم أصوات بعدد الأسهم التي يمتلكها مضروباً في عدد أعضاء مجلس الإدارة المزمع إنتخابهم<sup>(1)</sup>.

ثانياً: حق الإكتتاب في الإصدارات الجديدة التي يجري عرضها للإكتتاب العام و في الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم سابقة<sup>(2)</sup>.

ثالثاً: حق المشاركة الذي يمثل أهم حقوق أصحاب الأسهم العادية ويمقتضى هذا الحق يستطيع حامل السهم العادي أن يحصل على نصيبه في توزيعات الأرباح التي تعلنها الشركة عند التصفية في حدود ملكيته من الأسهم، وذلك بعد قيام الشركة بسداد كافة التزاماتها الأخرى<sup>(3)</sup> بالإضافة إلى الحقوق السابقة لأصحاب الأسهم العادية يتمتعون بحقوق أخرى منها:

- حق تعديل عقد التأسيس للشركة و إقرار النظام الداخلي.
- فحص السجلات و الرقابة على الموجودات.
- حق البيع أو التنازل عن الأسهم .

#### الفرع الثالث: الاتجاهات الحديثة في الأسهم العادية

عرف إصدار الأسهم العادية خلال الثلاثين سنة الأخيرة من القرن العشرين عدة تطورات و تحديثات في أنواعها تختلف بحسب الغرض و الهدف من إصدارها، ومن هذه الأنواع الحديثة للأسهم العادية ما يلي:

#### أولاً : الأسهم العادية لأقسام الإنتاج

من المعروف لدى المتعاملين و الاقتصاديين هو أن يكون للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية ويحصل حاملها على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية، إذا ما قررت إدارة هذه الشركة توزيعها، غير أن شركة جينرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية ، فإلى جانب الأسهم العادية ككل، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها E-class ، ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها اسم H-class وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج

1- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص، 94.

2- سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، 187

3- أسامة عزمي سلامة، أرشد فؤاد التميمي، الإستثمار بالأوراق المالية، تحليل و إدارة، دار المسرة، عمان ، ط 1 ، 2004، ص، 50.

أجزاء الطائرات ، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه يخلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين<sup>(1)</sup> .

### ثانيا : الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، إلا أنه في الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة، يسمح هذا التشريع للمنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي معاملة تلك التوزيعات كمعاملة الفوائد على السندات أو القروض الأخرى<sup>(2)</sup>، بالإضافة إلى أن القانون نص على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين - المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها<sup>(3)</sup>

وهناك عدة عوامل تساعد على نجاح خطة مشاركة العاملين في المنشأة، منها أن الخصم الضريبي الذي تستفيد منه المؤسسة المالية المقرضة يجعلها في موقف يسمح لها بتخفيض الفوائد على القروض الممنوحة للعاملين ، و الذي يؤدي بدوره إلى تخفيض تكلفة تمويل شراء الأسهم، بالإضافة إلى ذلك فإن خصم قيمة التوزيعات من الإيرادات قبل فرض الضريبة هو الأمر الذي لا يمكن تحقيقه إلا في ظل خطة المشاركة، يعد دافعا قويا للشركة المعنية بتقديم مساهمتها الإضافية و التي تخصص بدورها من الإيرادات (الضريبة على أجور العمال) لزيادة حصيلة الموارد المستخدمة في شراء الأسهم<sup>(4)</sup>.

### ثالثا : الأسهم العادية المضمونة

من المتعارف عليه بأن السهم العادي ليس له الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته وذلك في حالة إنخفاض قيمته السوقية، غير أنه في سنة 1984 ظهرت لأول مرة في "و.م.أ" أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما إنخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة بعد عملية

1- أحمد بوراس. تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع - 2008، ص-ص 50-51 .

2- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الأول، التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص-ص 327-328.

3- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات ، بدون دار النشر ، 2008 ، ص18

4- أحمد بوراس، مرجع سابق ، ص 52.

الإصدار (Puttabl common stocks)، أما إذا لم يصل إنخفاض القيمة إلى حد معين، أو تجاوز الإنخفاض الحد المعين ولكن بعد إنقضاء الفترة المتفق عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض<sup>(1)</sup>.

#### رابعا : أسهم التميز

هي أسهم الشركات العريقة ذات التاريخ العريق في توزيع ودفع قيمة الأرباح وبدون توقف، والعائد مضمون لديها ولفترات زمنية طويلة، إذ تتميز بضخامة رأس مالها وحجم أعمالها وتحقيق الفوائد وتوزيع الأرباح حتى عند ظروف الركود الاقتصادي وتداول أسهمها في السوق المالي بشكل مستمر وتمتع بمركز إئتماني قوي ، ومن أمثلة هذه الشركات أسهم شركة تويوتا (Toyota)، شركة مكروسوفت، كوكاكولا<sup>(2)</sup>.

#### خامسا : الأسهم ذات التقلبات الدورية

تنتج عن الإنفتاح المتزايد على الإقتصاد العالمي و زيادة الإندماج بالإقتصاديات الصناعية المقدمة إلى ربط أسواق الأسهم في مختلف بلدان العالم وخاصة النامية هذه الاسهم تتميز بالتقلبات الدورية بسبب التقلبات التي تمر بها الأسواق الرأسمالية ، وقد أظهر J.M. Kenynes (كينييز) أثر هذه التقلبات في العام 1936م، و بين كيف أن الكساد يحمل ركودا عاما في الأسعار للسلع و المواد بما في ذلك أسعار الأسهم، وذلك حتى تظهر عوامل الانتعاش فتنتقل الأسواق المعنية إلى الرفاهية لتشهد هذه الأسواق أرتفاعا في كافة الأسعار أيضا، وهكذا تنتقل إقتصاديات العالم في دورات متتالية بين حالات الإنخفاض والإرتفاع بمعدلات متباينة، وقد تبين خلال الأزمة السائدة في الأعوام 2001-2002-2003 أن تدهور ربحية الشركات ومن ثم إنخفاض أسعار أسهمها قد دفع المساهمين إلى التحول إلى أسواق الذهب بدلا من أسواق الأسهم<sup>(3)</sup>.

#### سادسا : أسهم النمو و أسهم الدخل: Income Stocks & Growth Stocks

أما أسهم النمو (Growth Stocks) هي تلك الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على المستوى القومي ، أو مقارنة مع نسبة نمو المحققة في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وتتميز منتجات هذه الشركات بالتطور التكنولوجي والمعرفي وغيرها<sup>(4)</sup>.

أما أسهم الدخل (Income Stocks) هي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدل أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، حيث يفضلها المستثمرين للحصول على دخل نقدي جاري ومستمر.

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية 2007 ، ص، 19.

<sup>2</sup> - دريد كامل آل رشيد ، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص، 182.

<sup>3</sup> - هولشيار معروف ، مرجع سابق، ص، 99.

<sup>4</sup> - دريد كامل آل شبيب ، الإستثمار والتحليل الإستثماري، مرجع سابق، ص-ص، 248-249 .

## سابعاً : الأسهم المحايدة و الأسهم المضاربة

تعتبر الأسهم المحايدة بأنها أسهم لا تتأثر بتقلبات السوق المالية وذلك لأسباب عديدة ، كإحتياط الشركة المصدرة و إعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية و التقلبات الأخرى ، و إلتزامها بإستراتيجية الدفاع و تجنب حالات الإندفاع غير المدروسة وراء العوائد المتزايدة ، كما يسهم دور الرقابة الحكومية ومتابعة المؤسسات المالية في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية المحلية بشكل عام ، و حماية الشركات الرئيسية في الاقتصاد بشكل خاص<sup>(1)</sup>.  
أما أسهم المضاربة فألها بعكس أسهم المحايدة تخضع من حيث الطلب و السعر لتقلبات شديدة وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثاً عن الأرباح السريعة و في الفترات القصيرة ، وهنا كلما إشتد دور المضاربين في السوق المالية و إتسع نطاق السيولة و إزدادت الصفقات السريعة تحولت الأسهم أكثر فأكثر نحو أسهم المضاربة<sup>(2)</sup>.

## ثامناً : الأسهم الدفاعية Defensive stocks

هي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى عند مرور الإقتصاد بمرحلة الركود، بسبب طبيعة منتجاتها ذات مرونة الطلب المنخفضة، حيث لا تتأثر كثيراً بالركود مثل شركات الأدوية الأغذية، وبعض الخدمات المهمة للوطن و تتميز أسهم هذه الشركات بتحقيق عائد أكثر من المتوسط في السوق و بمعدل مخاطر أقل من معدل مخاطر السوق<sup>(3)</sup>.

## المطلب الخامس: الأسهم الممتازة (الأوراق المالية المهجنة)

## الفرع الأول: تعريف الأسهم الممتازة Preferred stocks

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند و السهم العادي ، كونه يحصل على عائد ثابت سنوياً يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة ، ولذلك فهو يمثل إمتيازاً ثابتاً ، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية كونه يمثل جزء من المشاركة برأس مال الشركة ، و إكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة لأن لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها<sup>(4)</sup> .  
كما يمكن تعريف السهم الممتاز بأنه حصة من ملكية إحدى الشركات والتي بمقتضاها يستطيع مالك تلك الحصة الحصول على عائد يوزع سنوياً بشرط قيام الشركة بتحقيق أرباح كافية لتغطية مثل هذه التوزيعات<sup>(5)</sup>.

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص-ص، 99-100.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص، 100.

<sup>3</sup> - دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سابق، ص، 184

<sup>4</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص، 179

<sup>5</sup> - سعد عبد الحميد مطاوع ، مرجع سابق ، ص، 217.

والسهم الممتاز يمثل ملكية ( وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية ، شأنه شأن السهم العادي ، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة السهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة ، وعلى الرغم من أنه ليس قابل للإستدعاء ، فقد ينص على إستدعائه في توقيت لاحق، و لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أحوال التصفية، كما أن له الحق في التوزيعات السنوية بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتاز بالنسبة للشركة المصدرة

بما أن الأسهم عامة تعتبر مصدرا تمويليا بالنسبة للشركات، فإن الشركة التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل تحقق عدة مزايا منها<sup>(2)</sup> :

- إن الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات للأرباح في كل سنة تتحقق فيها أرباح.
  - لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشكلات مستعصية.
  - إن توزيعات الأرباح تكون محدودة بمقدار معين و معلوم مسبقا.
  - يعتبر السهم الممتاز مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.
  - إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في خفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة و يترتب على ذلك زيادة القدرة الإقتراضية للشركة<sup>(3)</sup>.
- أما عيوب التمويل بالأسهم الممتازة نذكر منها<sup>(4)</sup>:

- عدم الاستفادة من الإعفاء الضريبي مثلما تستفيد منه في حالة السندات، و ذلك لأن توزيعات الأرباح على المساهمين الممتازين لا يعتبر مصروفا يحمل على الدخل بعكس الفوائد التي تخصم من الأرباح قبل دفع الضرائب كما هو الحال في السندات.
- زيادة مستوى المخاطرة المالية الناتجة عن توزيعات الأرباح التي تعتبر عبء ثابت في حالة تحقيق أرباح و من ثم تزيد تكلفة الأموال بسبب الأسهم الممتازة.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم، الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص-ص، 26-27.

<sup>2</sup> - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص، 150.

<sup>3</sup> - عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرح، مرجع سابق ، ص، 57.

<sup>4</sup> - سعيد توفيق عبيد مرجع سابق، ص، 57.

## الفرع الثالث: الإتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بصفات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للاستدعاء أو التحويل لأسهم عادية و على هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة إلى ما يلي:

أولا: الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح **cummulative preferred stocks**:

الأسهم الممتازة لا تحصل على الأرباح إلا في حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا، و أعلنت عن توزيعها، ففي حالة ما إذا تم تحقيق الأرباح و لكن لم تعلن عن توزيعها في هذه السنة ، و في حالة ما إذا هذه الأسهم كانت ممتازة و مجمعة للأرباح، و في السنوات الموالية أعلنت الشركة عن توزيع للأرباح فإن هذه الأسهم لا تفقد حقها في أرباح السنوات السابقة، أما إذا كانت هذه الأسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح، فهي تفقد حقها في المشاركة في أرباح السنوات الماضية، بل تأخذ إلا في السنة التي قررت فيها الشركة توزيع الأرباح<sup>(1)</sup>.

ثانيا: الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: **Participating Proferred stocks**

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية كحق الأولوية في توزيع الأرباح المقرر توزيعها ، إما بالكامل أو جزئيا و ذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح في عملية التوزيع الأولى ، فمثلا إذا صدرت الأسهم الممتازة من هذا النوع بمعدل 10 % فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك في الأرباح يتمكن حامل هذا السهم من الحصول على نصيب من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة السهم العادي 10 % ، كما يمكن أن يكون حق المشاركة في الأرباح مطلقا غير محددا ، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى فتكون بذلك المشاركة جزئية<sup>(2)</sup>.

## ثالثا: الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

ظهر هذا النوع لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982، هذه النوع من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية ، و هي سندات الخزينة Treasury Bonds ، على أن يجري تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغيير الذي يطرأ على معدل العائد تلك السندات ، و ذلك بهدف المحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم ، وعادة ما ينص

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع، ص، 149.

<sup>2</sup> - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 82.

القانون على أن لا تقل قيمة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم، وإذا كان يشترط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 15.5% من تلك القيمة<sup>(1)</sup>.

#### رابعاً: الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لأصحاب الأسهم العادية عن إنخفاض القيمة السوقية للسهم العادي و بالتالي يبقون محتفظين بحق التصويت<sup>(2)</sup>

#### خامساً: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

تعتبر قابلية السهم الممتاز التحويل إلى سهم عادي ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم الممتازة ، إذ تتيح له الأفضلية في الحصول على نصيبه من الأرباح قبل السهم العادي (السهم الممتاز قبل التحويل)، وفي الوقت نفسه توفر له أيضا و خلال فترة زمنية محددة فرصة تحويله إلى سهم عادي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي بما يحقق له مكاسب رأس مالية في عملة التحويل<sup>(3)</sup>.

#### سادساً: الأسهم القابلة للاستدعاء

عادة ما يكون شرط الاستدعاء لصالح الشركة المصدرة للأسهم الممتازة ، إذ يتم منح الشركة حق الاستدعاء للأسهم الممتازة وإعادة قيمتها للمستثمر ، ولغرض إرضاء المستثمر وقبول هذا الشرط تمنح أغلبية الشركات إصدارات للأسهم بعلاوة على القيمة الاسمية للسهم الممتاز، تسمى علاوة الاستدعاء<sup>(4)</sup>، ويتم الاستدعاء بطريقتين هما :

- إما الطلب من المستثمر إعادة السهم الممتاز للشركة و الاستفادة من علاوة الاستدعاء .
- أو الشراء من سوق الأوراق المالية بالسعر السوقي وعدم إستفادة المستثمر من علاوة الإستدعاء خاصة إذا كان السعر السوقي للسهم يساوي أو أقل من السعر الإسمي للسهم.

#### الفرع الرابع: مختلف قيم الأسهم

إن للأسهم بنوعها العادية و الممتازة قيم مختلفة منها القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، القيمة التصفوية ... إلخ وسوف نتطرق لها كما يلي :

<sup>1</sup> - أحمد بوراس ، مرجع سابق، ص-ص ، 56- 57

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات ، مرجع سابق، ص، 21.

<sup>3</sup> - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص-ص ، 82-83.

<sup>4</sup> - دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سابق ، ص، 206. (بتصرف قليل).

**أولاً: القيمة الاسمية Par Value**

وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم ، والتي في الغالب تُحدد وفق قانون الشركة في البلد المعني ، لذلك يمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية ، وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة و التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر برأس مال الشركة <sup>(1)</sup> ، و بالنسبة للمستثمرين فإنه لا يعيرون إهتماما لها لأنهم يهتمون أكثر بالقيمة السوقية للسهم و العائد المتوقع من هذه الأسهم.

**ثانياً: القيمة الدفترية Book Value**

القيمة الدفترية أو المحاسبة للسهم هي ما يمثل نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال بالإضافة إلى الاحتياطات و الأرباح المحتجزة ، و هذه القيمة هي حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم المصدرة <sup>(2)</sup>.

**ثالثاً: القيمة السوقية Market Value**

تمثل القيمة السوقية سعر بيع السهم بالسوق ، وهذا السعر يتحدد بقوى العرض و الطلب على هذا السهم وتعكس مستويات العرض و الطلب إختلاف توقعات البائعين و المشترين في المستقبل، ومن أهم العوامل المؤثرة في سعر السهم بالسوق الظروف الاقتصادية المتوقعة سواء على المستوى القومي أو على مستوى الصناعة بالإضافة إلى توقعات المستثمرين بشأن ربحية الشركة في المستقبل، وتتأثر تلك الربحية بالأسعار المتوقعة لمنتجات الشركة <sup>(3)</sup>.

**رابعاً: القيمة الحقيقية للسهم Intrinsic Value**

هي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية و إقتصادية تتمثل في قيمة موجودات الشركة (الحجم) و مقسوم الأرباح المتوقع توزيعها و معدلات النمو المستقبلية للأرباح ، فهي القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين و يطلق عليها بالقيمة العادلة **Fair Value**، فإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية فإنها تعكس حالة توازن السوق لتؤثر على مدى إستجابة السوق للمعلومات الجديدة (يطلق عليها كفاءة السوق) بهدف تصحيح إتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية (العادلة) ، و يستعمل المستثمر القيمة الحقيقية ويقارنها بالأسعار السائدة في السوق من أجل معرفة ما إذا كان السهم ذو تسعير مضخم **Over priced** أي السعر السوقى أعلى من القيمة الحقيقية أو ذو سعر منخفض **Under priced** أي السعر السوقى أقل من السعر الحقيقي <sup>(4)</sup>.

1 - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص، 160.

2 - عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرج، مرجع سابق، ص، 157.

3 - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، 189.

4 - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق ، ص ، 161.

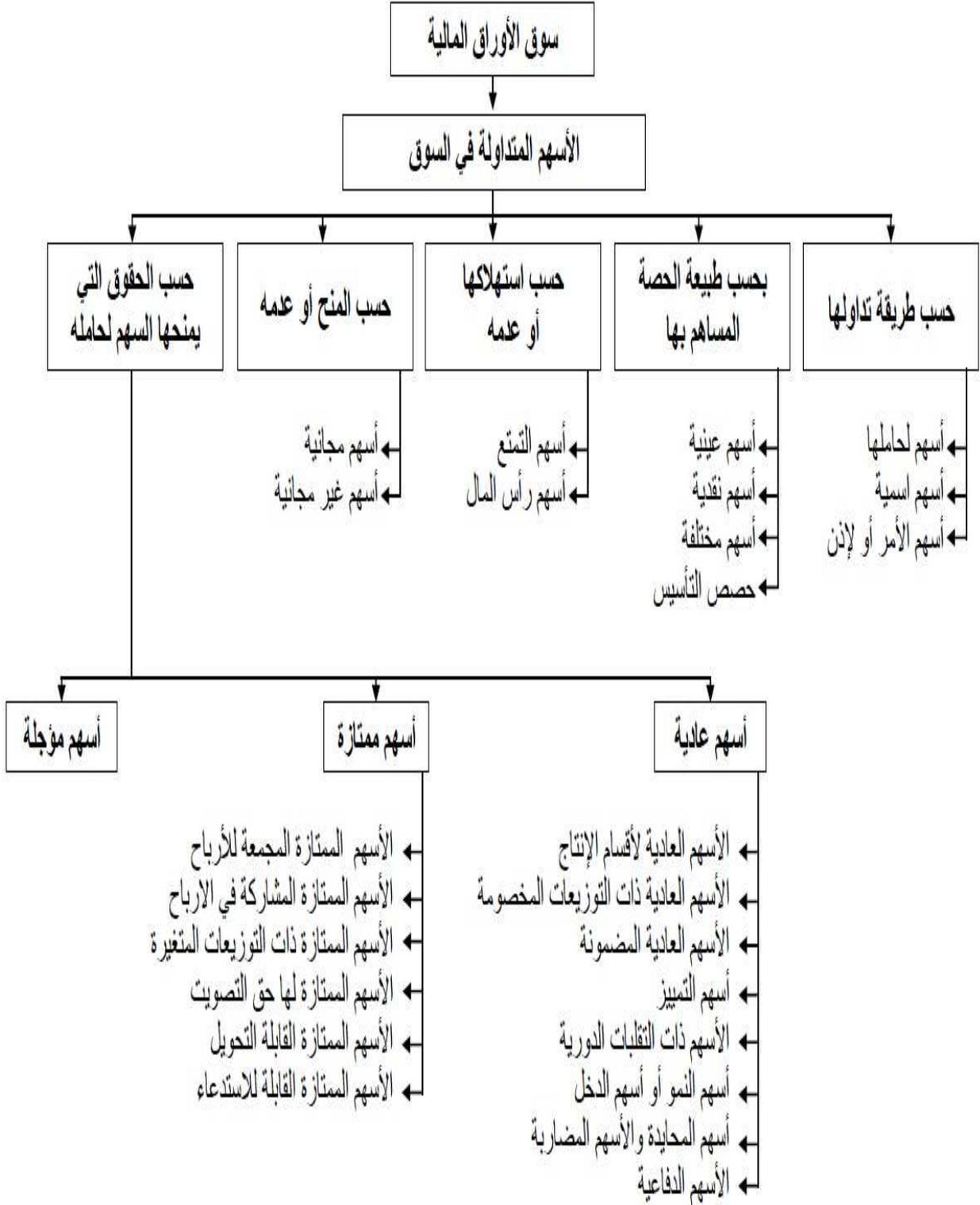
خامسا: القيمة التصفية للسهم **Liquidation Value**

تمثل قيمة التصفية مقدار ما يحصل عليه المساهم في كل سهم يمتلكه عند تصفية الشركة و القيام ببيع أصولها وسداد ما عليها من التزامات، ويمكن احتساب القيمة كما يلي: قيمة السهم عند التصفية = المتحصل من بيع الأصول - المدفوعات لسداد الالتزامات المختلفة (بما فيها الأسهم الممتازة) و غالبا ما تكون قيمة الأصول عند بيعها في حالة التصفية أقل من قيمتها الدفترية وهذا ما ينعكس على قيمة السهم عند التصفية حيث تكون في الغالب أقل من القيمة الدفترية<sup>(1)</sup>

بعدما تطرقنا لأنواع الأسهم و مختلف خصائصها و حقوق أصحاب الأسهم العادية أو الممتازة ، و كذلك مختلف قيم الأسهم سوف نوجز في شكل مختصر تقسيمات الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية المعاصرة ، كما يوضحه الشكل رقم (06).

<sup>1</sup> - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق ، ص، 190.

الشكل رقم 06: يمثل الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المعاصرة



المصدر: من إعداد الباحث (بالاعتماد على ما سبق)

## المبحث الثالث : خصائص السندات و أنواعها

تعد السندات من أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة ، و هي تتميز عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى كالأسهم أو مشتقات مالية ، بخصائص مختلفة كما أنها تمثل أداة تمويل طويل الأجل بالنسبة للحكومات أو الهيئات العامة أو الخاصة على حد سواء ، وسوف نتطرق في هذا المبحث إلى ماهية السندات وتظم تعريفها و خصائصها ثم نتطرق إلى أنواعها.

## المطلب الأول : تعريف السندات

يعرف السند على انه : "صك قابل للتداول تصدره الشركة أو المؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية عن طريق الدعوة إلى الإكتتاب العام ويتعلق بقرض طويل الأجل ، ويعطي مالكة حق الإستفادة من فوائد سنوية ، وحق إسترداد قيمته عند حلول الأجل " (1).

كما يمكن أن نعرف السند بأنه " إلزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (مصدر السند) تقديم مدفوعات إلى المقرض ( المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة ( interest & compon ) تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الإسمية par value ، وهكذا فإن الفائدة عبارة عن إلزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص أو الوحدات ذات العجز و الذي يقابل المال المطلوب ، للأشخاص أو الوحدات ذات الفائض كمكافأة على تأجيل الإستهلاكهم ، وبذلك تتساوى الإلتزامات المالية الكلية بالموجودات المالية الكلية في الإقتصاد المعني " (2).

و يعرف السند على أنه " صك قابل للتداول ، ويثبت حق مالكة فيما يتعلق من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة ، و إقتضاء دينه في الموعد المحدد لإنهاء مدة القرض " (3).

وقد يكون التعريف الجامع لكل التعريفات السابقة هو : " السندات صكوك متساوية القيمة ، تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها ، تثبت حق حاملها فيما قدموه من مال ، أو إقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد إستحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية " (4).

من خلال التعاريف السابقة الذكر نستنتج أن للسندات عدة خصائص ومميزات .

<sup>1</sup> - أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سابق ، ص، 126.

<sup>2</sup> - هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص -ص ، 109- 110.

<sup>3</sup> - شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سابق ،ص، 128.

<sup>4</sup> - المرجع السابق ، ص - ص ، 128- 129.

**المطلب الثاني : خصائص السندات مقارنة مع الأسهم**

تتمتاز السندات بخصائص تشترك فيما بينها وتختلف عن السهم بصفة عامة ومن هذه الخصائص ما يلي:

**✓ السند أداة دين**

يترتب عن السند لحامله على الشركة المصدرة له حق الدين ، في حين يترتب عن السهم لحامله حق الملكية، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في إستيفاء حقوقه سواء من الأرباح، أو من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو التصفية<sup>(1)</sup>.

**✓ السند أداة استثمار ثابتة الدخل**

إن السند أداة تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر و المستثمر ، تحدد فيها العوائد الدورية و حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية، ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية<sup>(2)</sup>.

**✓ السند أداة تمويلية محدودة الأجل**

للسندات فترة إطفاء محدودة إذ يتم إطفاء السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الإصدار ، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء (أجل السند) وسعر الفائدة السائد في السوق<sup>(3)</sup>.

**✓ السندات صكوك متساوية القيمة.**

السندات صكوك متساوية القيمة تصدر بقيمة إسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحاملها حق إستيفاء القيمة الإسمية قبل غيره من الملاك باعتباره دائئا أمام المصدر<sup>(4)</sup>.

**✓ القابلية للتداول.**

يشبه السند السهم في هذه الخاصية وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم ، وخاصة إذا كان السند لحامله فإنه يحق لحامله تداوله في سوق الأوراق المالية بالطرق التجارية ، وخاصة التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوية<sup>(5)</sup> . بالإضافة إلى الخصائص السابقة الذكر تتميز السندات بخصائص أخرى منفردة منها:

1 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 99.

2 - هوشبار معروف، مرجع سابق، ص، 110 .

3 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، مرجع سابق، ص، 265

4 - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 129.

5 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 100.

## ➤ خاصية الاستدعاء : Call Provision

تمنح السندات القابلة للاستدعاء callable حق للجهة المصدرة بإستدعاء السند بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء call price و خلال مدة محددة ضمن إتفاقية العقد ، و الدوافع الرئيسية من إصدار هذه السندات هو الإستفادة من إنخفاض معدلات الفائدة السوقية المتوقع في المستقبل ، و بشكل يمنح الشركة خيار إستبدال السندات القائمة ذات الكوبون (الفائدة أو الفائدة اللازم تسديدها للمستثمر) المرتفع بالسندات ذات الكوبون المنخفض وتسمى هذه العملية بإعادة تمويل السندات Bond Refunding ، وينظر لهذا النوع من السندات بأنها أكثر مخاطرة من السندات غير قابلة للاستدعاء<sup>(1)</sup>، وفي هذه الحالة سوف يفقد حامل السند القابل للاستدعاء أي عوائد مستقبلية كان سيحنيها من إرتفاع قيمة السند أو أي تغير إيجابي قد يحدث مستقبلا لصالح السند<sup>(2)</sup>.

## ➤ خاصية التحويل للأسهم Convertible Provision .

هو سند ذو سعر فائدة ثابتة وأجل معلوم ، يعطي لحامله حق الخيار بتحويله إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند إصدار السند<sup>(3)</sup> ، و تعتمد القيمة التحويلية للسند Conversion value بالدرجة الأساسية على سعر السهم و عدد الأسهم. إذ أن ارتفاع سعر السهم يؤدي إلى إرتفاع القيمة التحويلية للسند و العكس بالعكس. لذا لا يمكن بيع السند بأدنى من قيمته الاستثمارية (التحويلية)<sup>(4)</sup>.

وتوفر هذه السندات للجهات المصدرة خاصية التقليل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية<sup>(5)</sup>، كما يترتب على تحويل تلك السندات زيادة عدد الأسهم العادية مما يعرض الملاك القدامى لمخاطر إنخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها<sup>(6)</sup> ، بعدما كانت قد إرتفعت أسعار الأسهم العادية العادية لأن ذلك شرط أساسي في عملية تحويل السندات

1 - أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سابق، ص-ص ، 254-255.

2 - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة- أسهم، سندات ، أوراق مالية، دار حامد للنشر و لتوزيع، الأردن ط2، 2006 ، ص، 108.

3 - حسين بني هاني، مرجع سابق، 157.

4 - أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سابق، ص- ص ، 256-257 .

5 - هوشبار معروف، مرجع سابق، ص، 111

6 - ضياء مجيد الموسوي، البورصات- أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات . منشورات إماج ، ط 1 ، 1998 ، ص ، 20،

### ➤ خاصية الإطفاء: sinking Provision

هذه الخاصية تعطي الحق للجهة المصدرة للسند بإسترداد السندات التي تتضمن صفة الإطفاء ، في الغالب الإطفاء بالقيمة الإسمية ، و يتطلب من الجهة المصدرة إنشاء حسابات تدار من قبل الضامن ، هذه الحسابات تسمى بصناديق الإطفاء sinking fund ، إذ يقوم الضامن بإعداد جداول زمنية لإسترداد السندات القائمة وبطريقة اليانصيب للإصدارات المطلوب إطفائها ، أو في بعض الأحيان تقوم الشركة بشراء السند في السوق لإنخفاض سعره وتسليمه إلى الضامن بدلا من دفع القيمة الإسمية للسند ، و في الحقيقة أن وجود هذه الحسابات هي بمثابة ضمان لحملة السندات فيما يتعلق بتسديد إلتزاماتهم من قبل الشركة في تواريخ إستحقاق السند<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث : أنواع السندات

تشتمل السندات على عدة أنواع تختلف ميزاتها وخصائصها عن بعضها وفيما يلي ذكرها:

#### الفرع الأول: أنواع السندات حسب جهة الإصدار

وتنقسم السندات وفق هذا النوع إلى سندات حكومية وسندات أهلية (أي الشركات والمؤسسات المالية في القطاع الخاص).

#### أولا: السندات الحكومية : Gouvernment Bond

هي صكوك متساوية القيمة تمثل دينا في ذمة الحكومة ، وهي غالبا ذات فوائد ، و يتم طرحها للاكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية وتكون دائمة أو مستهلكة<sup>(2)</sup> ، وعادة ما تقوم وزارة المالية ممثلة في الخزينة العمومية بإصدار هذه السندات وتسمى سندات الخزينة<sup>(3)</sup> Treasury Bonds ، وتصدرها الحكومة لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لتمويل العجز في ميزانيتها أو لمواجهة التضخم، وتصدر الحكومة السندات عن طريق الاكتتاب العام، أو طرحها في البورصة بصفة تدريجية ، أو الاستعانة بالمصارف لبيعها ، وتتميز هذه السندات بكونها خالية من المخاطر ، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة وعدم خضوعها للضرائب<sup>(4)</sup> ، وتنقسم السندات الحكومية إلى ما يلي:

#### أ- أذونات الخزينة و سندات الخزينة

أما أذونات الخزينة Treasury Bills وهي أداة دين قصيرة الأجل تهدف الحكومة من إصدارها إلى تمويل عجز مؤقت في الميزانية العامة، وبالنسبة لسندات الخزينة (Treasury Bonds) هي أداة طويلة الأجل تتراوح

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص، 259.

<sup>2</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 131.

<sup>3</sup> - عبد النافع عبد الله الزرري غازي توفيق فرح، مرجع سابق، ص، 163 .

<sup>4</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 132.

مدة إستحقاقها من سنة إلى 40 سنة، وتنقسم هذه السندات إلى نوعين هما: أوراق نقد الخزينة Treasury Notes وتتراوح مدة إستحقاقها بين السنة إلى 10 سنوات، أما النوع الآخر فهي سندات الخزينة مدتها من سنة إلى 40 سنة، وتتمتع السندات الحكومية بأن العائد عليها معنى من الضريبة مع عدم تعرضها للمخاطر، لكن تظهر مخاطر تقلبات أسعار الفائدة السوقية في حالة سندات طويلة الأجل ، و تتميز السندات الحكومية بأنها تكون قابلة للتداول و أخرى غير قابلة للتداول<sup>(1)</sup>.

#### أ- صكوك المديونية وشهادات الإستثمار

بالنسبة لصكوك المديونية هي سندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها<sup>(2)</sup> ، و شهادات الإستثمار هي سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة وهي على ثلاثة أنواع<sup>(3)</sup>

- المجموعة (أ): هي سندات مدتها عشر سنوات ، ولا تسترد القيمة ولا الفوائد إلا بعد إنتهاء المدة حيث، يحصل صاحب السند على القيمة الإسمية يضاف لها التراكم من الفوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.

- المجموعة (ب): وهي سندات دين تعطي لصاحبها الفوائد المستحقة على الشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

- المجموعة (ج): هي شهادات ذات جوائز ، تجري عليها عملية السحب الدورية بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة إعتقادا على اليانصيب ، ولا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها.

#### ج- سندات الهيئات المحلية و المؤسسات والدوائر الرسمية:

تصدر عادة لأغراض إستثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية طويلة الأجل وتتمتع غالبا بنفس خصائصها من حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها وهي على نوعين<sup>(4)</sup>، سندات إجبارية عامة والتي تُضمَّنُ بالنفوذ الضريبي للإدارة المصدرة لها، وسندات العوائد وهي تُضمَّنُ من خلال إمكانية الحصول على عوائدها من المشروع.

<sup>1</sup> - عبد النافع عبد الله الزرري غازي توفيق فرج، مرجع سابق، ص، 163 .

<sup>2</sup> - عوض عبد الجواد، علي إبراهيم، الشديقات ، مرجع سابق. ص، 123.

<sup>3</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 123.

<sup>4</sup> - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص، 115.

ثانيا: السندات الصادرة عن المؤسسات الأهلية : **Domestic Bonds**

تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار<sup>(1)</sup> ، أما أهم ميزات إصدارها بمعدلات فائدة مرتفعة على السندات الحكومية ، بالمقابل من أهم عيوبها تعرض حاملها لمخاطر أكثر من حامل السندات الحكومية .

الفرع الثاني: أنواع السندات حسب شكل إصدار السند : حسب هذا التقسيم نميز ما يلي<sup>(2)</sup>:

أولاً: السند لحامله **Bearer Bond**.

حيث تتوفر إمكانية تداوله بيعا أو شراء أو بالتنازل ، وفي تواريخ إستحقاق الفائدة يتقدم صاحب السند للبنك المختص بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة ويطلق على هذا النوع أيضا سندات الكوبون **Coupon Bond**

ثانيا: السند الإسمي أو المسجل **Nominal or Registered Bond**

هو السند الذي يتم تسجيله بإسم المستثمر **Registered Bond** ، والسندات الإسمية أو المسجلة تكون مسجلة بالكامل **fully Registered** ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته ، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل إسم صاحب السند وعن طريق البنك ، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيليا جزئيا **Partially Registered** ويقتصر التسجيل على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد إستحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة<sup>(3)</sup> .

الفرع الثالث: أنواع السندات بحسب تاريخ استحقاقها وهي على عدة أنواع منها<sup>(4)</sup>:

أولاً: سندات دائمة: وهي سندات ليس لها تاريخ إستحقاق محددة والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذه السندات هو البيع في السوق ، كما أن هذا لا يمنع المؤسسة المصدرة من شراء السند الذي أصدرته مباشرة من السوق.

ثانيا: سندات ذات التاريخ المحدد: وهي السندات المدون في نشرة إصدارها على لزوم إستحقاقها في تاريخ واحد معين ، ولا يستطيع حاملها إرجاعها قبل هذا التاريخ<sup>(5)</sup> .

1 - محمد مطر ، فايز تيم ، مرجع سابق، ص، 100.

2 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، 141.

3 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق. ص، 102.

4 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، 142.

5 - مبارك سلمان، مرجع سابق، ص، 204.

ثالثاً: سندات السلسلة: في بعض الحالات تقوم الشركات بإصدار سنداتهما على شكل سلسلة أو ما يعرف باسم **Serial Bond** وفي تلك الحالة تقوم الشركة بتحديد تواريخ إستحقاق السندات وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حتى نهاية سداد كل السندات خلال فترة زمنية معينة<sup>(1)</sup>.

رابعاً: سندات قابلة للتمديد: فهذه السندات تسمح لحاملها بإستحقاقها في تاريخ أو تواريخ محددة أو له حق الإستمرار بالإحتفاظ بها حتى تاريخ إستحقاقها لسنوات قادمة وبنفس سعر الفائدة ، حيث تكون هذه التواريخ المستقبلية محددة في نشرة السند<sup>(2)</sup> .

#### الفرع الرابع: أنواع السندات حسب الضمان

وفي هذا الصدد نميز بين نوعين من السندات، سندات بضمان وسندات بدون ضمان.

##### أولاً: السندات المضمونة

وهذا النوع من السندات مغطى برهن على أصول معينة كالعقارات مثلاً ، ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها ، وفي حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته ، كما أن عقد إصدار السندات قد ينص على وجود وصي أو أمين على الإصدار ، وعادة ما يكون بنكا يطلق عليه **Trustee Bank** أي البنك الأمين<sup>(3)</sup> ، حيث يكون البنك هو الضامن في دفع قيمة السندات في حالة عدم قدرة الشركة المصدرة على ذلك .

##### ثانياً: السندات غير المضمونة

عند إصدار هذا النوع من السندات لا تلتزم الشركة المصدرة لها بتعيين أي أصل من أصولها كضمان وإنما يعتمد الدائنون في تلك الحالة على قوة المركز المالي للشركة كضمان لسداد إلتزاماتها في مواعيدها المقررة<sup>(4)</sup>.

1 - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 227.

2 - ناظم محمد نوري الشمري ، وآخرون ، أساسيات الإستثمار العيني والمالي ، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان 1999 ، ص، 218 .

3 - عبد النافع عبد الله الزرري غازي توفيق فرج، مرجع سابق، ص-ص، 164-165 .

4 - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، 226.

## الفرع الخامس: أنواع السندات حسب قابلية التحويل

ونميز في هذا الموضوع سندات قابلة للتحويل وسندات غير قابلة للتحويل:

## أولاً: السندات قابلة للتحويل

هذه السندات عادة تصدر بمعدل فائدة ثابت ولكن بمعدلات منخفضة خلال فترة التحويل ، وتعطي الشركة حامل هذه السندات حق تحويلها إلى أسهم عادية في الشركة التي قامت بإصدار السندات بسعر محدد ومتفق عليه مسبقاً ومعلن ضمن شروط الإصدار<sup>(1)</sup>.

## ثانياً: السندات غير قابلة للتحويل

في الأصل أن السندات غير قابلة للتحويل مثل السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص قانون الإصدار على ذلك، ومنه فإن السندات غير قابلة للتحويل في العادة تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة في السندات القابلة للتحويل<sup>(2)</sup>.

## الفرع السادس: أنواع السندات حسب قابلية الاستدعاء

وتكون في هذه الحالة إما سندات قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء .

## أولاً: السندات القابلة للإستدعاء أو الإطفاء

هي السندات المشمولة بشرط الإستدعاء ، وهو رد قيمتها قبل موعد إستحقاقها عن طريق إستدعاء السند ، ويمكن أن يكون الاستدعاء عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمها ، وتستحق بقيمتها الاسمية بالإضافة إلى علاوة تسمى علاوة الإصدار ، وتتناقص هذه العلاوة مع طول مدة الاستحقاق<sup>(3)</sup>.

## ثانياً: السندات غير قابلة للاستدعاء أو الإطفاء

هي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين إنتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة إستدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب ، والأصل في السندات أن تكون كذلك ، إلا إذا نص قانون الإصدار على قابلية الاستدعاء للسند.

## الفرع السابع: أنواع السندات حسب العوائد

وفقاً لمعيار العائد فإنه يمكن تمييز عدد كبير من أنواع السندات والتي جاءت بما إبتكرات الهندسة المالية في أسواق الأوراق المالية ومنها:

1 - السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص، 147.

2 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 106.

3 - زياد رمضان ، مرجع سابق، ص، 64 .

أولاً: **سندات ذات فائدة ثابتة : Fixing Rate Bonds** وهي تلك السندات التي تتضمن قيمة كوبون ثابت طول الأجل للسند وتكون متفق عليها مسبقاً ضمن شروط الإصدار ويتم سداد هذه الفوائد في تاريخ محدد من كل عام ، وهذه النوعية من السندات تضمن لحاملها عائداً ثابتاً وهو ما يرغبه الكثير من المستثمرين ، وتتأثر هذه السندات بأي تغيرات تطرأ على أسعار الفائدة في السوق في الآجال القصيرة<sup>(1)</sup> نظراً للعلاقة العكسية بين أسعار السندات السوقية وسعر الفائدة السوقية.

### ثانياً: **سندات ذات معدل فائدة متغيرة : Floating Rate Bonds**

أستحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية للسندات ، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتماشى مع معدلات الفائدة السائدة في السوق<sup>(2)</sup>، وفي السندات ذات سعر الفائدة العائم (**Floating Rate Bonds**) يتم ربط سعر فائدتها بسعر فائدة على أصل مالي آخر قصير الأجل يتسم بحساسيته للتغير في أسعار الفائدة السوقية ، سواء كان التغير بفعل التضخم أو تغير سعر الفائدة الحقيقي<sup>(3)</sup> .

### ثالثاً: **سندات لا تحمل معدلات كوبون : Zero Coupon Bonds**

بالنسبة لهذه السندات فإنها تباع بخخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الاستحقاق ، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل موعد إستحقاقها ، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الإسمية (المستردة) أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر<sup>(4)</sup> .

### رابعاً: **سندات الدخل Income Bonds**

قامت الهندسية المالية في الثمانينات بتقديم سندات الدخل ، التي من شأنها أن تحمي المنشآت من التعرض لمخاطر التوقف عن السداد ، إذا لم تستطع الوفاء بالفوائد الدورية في مواعيدها ، فحملة تلك السندات ليس من حقهم المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحققت فيها المنشأة الأرباح ، و إن كان من الممكن النص في نشر الإصدار على حق حامل هذه السندات في الحصول على فوائد مجمعة عن سنة سابقة لم تتحقق فيها الأرباح ، و ذلك من أرباح السنوات اللاحقة بحد أقصاه فوائد ثلاث سنوات لاحقة<sup>(5)</sup> .

1 - السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص-ص، 145-146 .

2 - عبد الغفار حنفي، رسمية قباقص ، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص، 21.

3 - منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص، 366.

4 - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص، 65.

5 - منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص، 367.

**خامسا: سندات المشاركة : Participating Bonds**

وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية ، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع إئتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة، مع ملاحظة أن أصحاب الأسهم العادية يعارضون إصدار هذا النوع من السندات لعدم إنخفاض مقدار الأرباح الموزعة عليهم<sup>(1)</sup>.

**سادسا: سندات مرتبطة بالعوائد بمقاييس معينة Indexed Bonds**

أو هي سندات تعرف بالسندات المرتبطة بالمؤشرات **Indexed Bonds** أي السندات التي يربط معدل الفائدة الخاص بها أو المبلغ الأصلي أو الاثنيين معا بتغيرات مؤشر معين ، والغرض من ذلك هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند ، إذا ما إرتفع المستوى العام للأسعار لفترة طويلة فإن القيمة الحقيقية للسند ستخف<sup>(2)</sup>.

أما عن هذه المؤشرات المستخدمة تتمثل في معدل الإنتاجية ، متوسط الأسعار منتجات الشركة، الرقم القياسي للأسعار ، ففي هذه الحالة مثلا يكون معدل الفائدة لسند معين 6 % ويكون في العقد إذا ارتفع سعر المنتج سنة عن 50 % فإن سعر الفائدة يصبح 9 %<sup>(3)</sup>.

كما يمكن أن يتم الربط بإستعمال مؤشرات أخرى مثل مستوى المعيشة **Cost of living index** إذا قد يكون المؤشر على ذلك هو المستوى العام للأسعار بالنسبة لأسعار التجزئة ، أو مستوى أسعار الجملة، أو معدل التضخم أو سعر سلع مهمة ثابتة في الزمن مثل الذهب<sup>(4)</sup>.

**سابعا: سندات منخفضة الجودة (ردئية الجودة) Junk Bonds**

أستحدثت في الثمانينات لتمويل إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، و ذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها للشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق ، و ذلك يترتب عليه زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الإستثمار في هذه السندات محفوف بمخاطر كبيرة<sup>(5)</sup>.

1 - عبد النافع عبد الله الزرري غازي توفيق فرج، مرجع سابق، ص، 166.

2 - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص، 72.

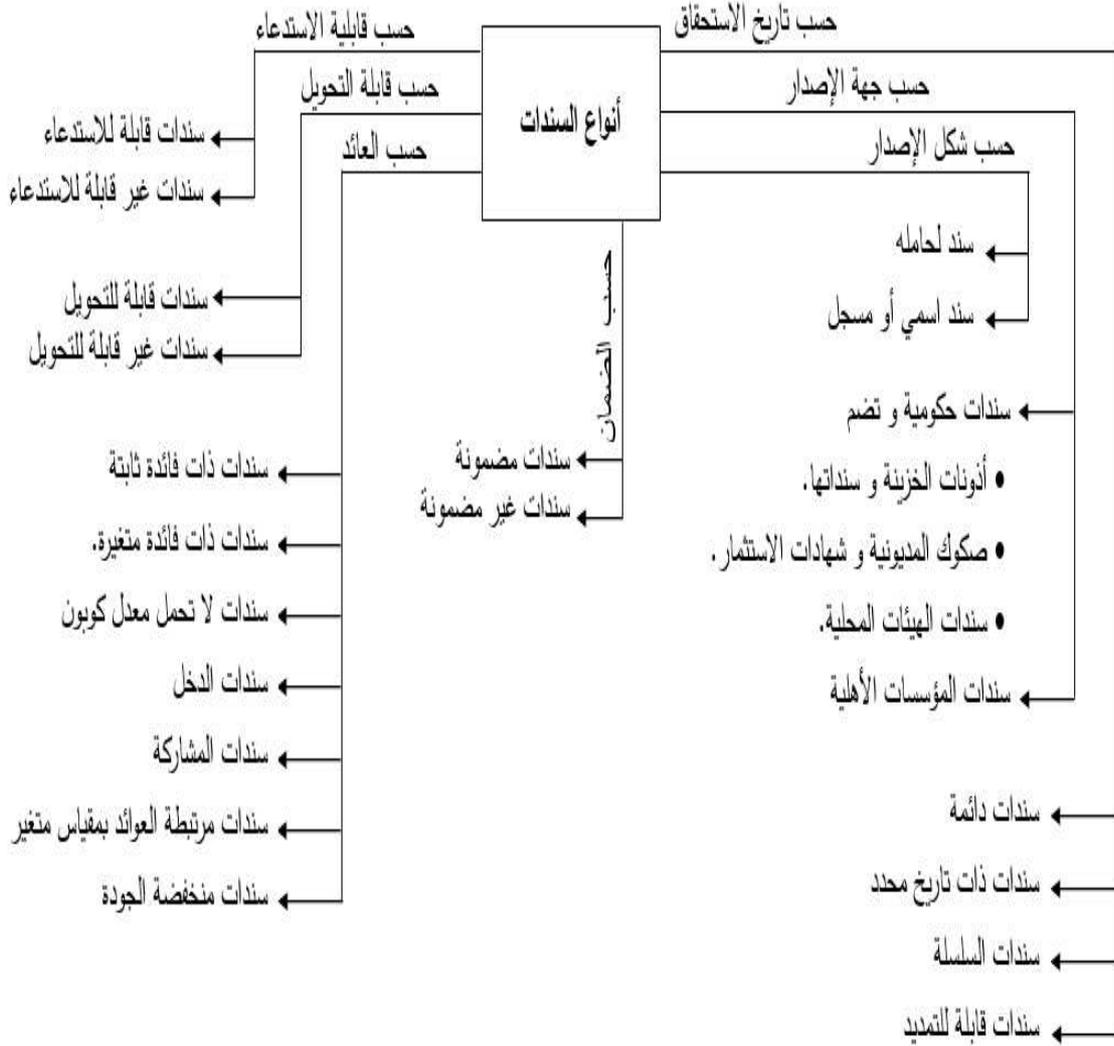
3 - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص، 35.

4 - محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002 ، ص 60.

5 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، مرجع سابق، ص، 22.

وبعد ما تطرقنا لأنواع السندات بشكل مفصل حسب عدة معايير أو مؤشرات يمكننا الآن أن نوجز هذه التقسيمات في شكل مبسط و مختصر كما هي في الشكل رقم ( 07) لتقسيم السندات.

الشكل رقم (07): تقييم السندات



المصدر: من إعداد الباحث.

## المبحث الرابع : المشتقات المالية: Financial Dervatives

توفر أسواق الأوراق المالية فرص جيدة للإستثمار أو للحصول على السيولة في مدة زمنية جيدة و بأقل تكلفة ممكنة ، و هذه الإمتيازات الموجودة في سوق الأوراق المالية تعززت أكثر مع الإنتشار السريع للأدوات المالية المشتقة ، التي تعتبر سببا و نتيجة في نفس الوقت للتطورات التي حصلت في أسوار الأوراق المالية العالمية ، بفضل توظيف تكنولوجيات الحديثة ، و منه سوف نتطرق في هذا المبحث لماهية المشتقات المالية ، ثم التفصيل في كل نوع من أنواع المشتقات المالية في مطلب خاص بها.

## المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية

ظهرت المشتقات المالية منذ السبعينات من القرن العشرين ، وأسهم التقدم التكنولوجي والتغيرات التي صاحبت المؤشرات المالية الرئيسية مثل معدلات الفائدة ، أسعار الصرف ، مؤشرات البورصة وغيرها ، ساهمت في ظهور هذه المبتكرات المالية ، هذا فضلا عن المخاطر المالية التي لحقت بالمؤسسات المالية و الشركات الصناعية<sup>(1)</sup>. كما تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، سواء من ناحية حجم التعامل والذي جاوز نحو 600 تريليون في نهاية 2007 طبقا لمفوض الرقابة المصرفية للاتحاد الأوروبي "تشارلي ماكرفي" أو من ناحية نوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لأنواع الأوراق المالية<sup>(2)</sup>. وتتمثل المشتقات في أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي وتشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية، قد تكون أسهم أو سندات<sup>(3)</sup>.

كما في معظم المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية off – Balane –Sheet Instruments لأنها وإن كانت تنشئ إلتزاما متبادلا مشروطا، إلا أنها إما لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (إستثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي، ولذا يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية Zero- investments، ومن الأمثلة على هذه المشتقات، عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة، والمقايضات أو المبادلات، وفي ما يلي تفصيل لكل نوع من هذه الأدوات

<sup>1</sup> – Bertrend Jacquilat , Bruno Solnik , Marchés financiers Gestion de Portefeuille et de risques. Dunod, Paris, 1997,P , 253.

<sup>2</sup> – محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق ،ص، 253.

<sup>3</sup> – عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص، 79 .

## المطلب الثاني : عقود الخيارات (Options)

سوف نتطرق في هذا المطلب لعقود الخيارات المالية من حيث ماهية وأنواعها وخصائصها .

## الفرع الأول : ماهية الخيارات المالية

أولاً: نشأتها .

تعود نشأة هذه العقود أساساً إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر فائض الإنتاج وتدهور أسعار تلك المنتجات ، لذلك يشترون هذه الحقوق (حق الخيار) ليتمكنوا من بيع منتجاتهم بسعر وفي تاريخ محددين مقابل علاوة الخيار ، أما تداولها في سوق الأوراق المالية كان أول مرة عام 1973 م ولقد إنتشرت في ما بعد على نطاق واسع عبر العالم<sup>(1)</sup>.

وبالنسبة لعقود الخيارات المالية فإن أصل موضوع التعامل فيها يتم على الأسهم ، السندات أو العملات ، حيث تعتبر هذه العقود بديلاً عن المتاجرة المباشرة بالأسهم أو السندات ، بحيث بدلاً من شراء الأسهم أو السندات يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق تسليم أو إستلام أصل معين<sup>(2)</sup> في تاريخ معين وبسعر محدد متفق عليه.

## ثانياً: تعريف عقود الخيار.

يعرف عقد الخيار على أنه يمثل ورقة مالية ذات سمعة خاصة ، يعطى هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع أوراق مالية (أصل التعاقد) خلال فترة محددة (في أي وقت من هذه الفترة) ويطلق عليه الخيار الأمريكي ، أو في تاريخ محدد (يسمى تاريخ تنفيذ العقد) ويطلق عليه في هذه الحالة الخيار الأوروبي ، بسعر محدد ومتفق عليه سلفاً<sup>(3)</sup>.

ويعرف عقد الخيار على أنه إتفاق بين الطرفين البائع والمشتري ، يعطي الحق لحامله شراء أو بيع أصل معين ، بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، يسمى السعر سعر التنفيذ ، والتاريخ بتاريخ نهاية صلاحية الحق في الشراء أو البيع<sup>(4)</sup>.

كما تعرف عقود الخيارات المالية بأنها عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر عقد الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أن يشتري إذا ما رغب في ذلك من الطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين

1 - عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص، 559.

2 - طارق عبد العال حامد، المشتقات المالية ( المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة )، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 53.

3 - منير إبراهيم الهندي ، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص، 605 (بتصرف قليل).

4 - موسى مطر الشقيري، نوري موسى، وآخرون، المالية الدولية ، دار الصفاء، عمان، الأردن، ص، 111

خلال فترة معينة أو تاريخ محدد حسب الاتفاق ، وذلك مقابل أن يقدم الطرف الأول علاوة أو مكافأة للطرف الثاني<sup>(1)</sup> .

ويمكننا أن نورد التعريف التالي لعقد الخيار، بحيث يعرف على أنه عقد يعطي لحامله حق وليس إلزاماً بشراء أو بيع أوراق مالية معينة بسعر معين ، محدد مسبقاً يطلق عليه سعر التعاقد Contract Price أو سعر الممارسة أو التنفيذ Excercise Price ، ولفظ إختيار يعني أن مشتري هذا الخيار له الحق في تنفيذ أو عدم التنفيذ وهذا الحق يحصل عليه مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض ، كعلاوة Permium للطرف الآخر، وهذا الطرف يطلق عليه محرر الخيار<sup>(2)</sup>

من التعاريف السابقة يمكننا أن نستنتج أن لعقود الإختيار خصائص تتميز بها عن باقي العقود والمشتقات المالية هي كما يلي :

ثالثاً: خصائص عقود الإختيار .

#### أ- سعر الممارسة Excercise Price.

إن معظم عقود الخيار تتداول بسعر تنفيذ أو ممارسة متقارب مع سعر السهم أو الورقة المالية محل العقد ، وعلى العموم تعتمد البورصة قاعدة تجعل سعر التنفيذ يفارق 2.5 دولار إذا كان سعر السهم محل الخيار أقل من 25 دولار، ويفارق 5 دولار إذا كان السعر للسهم بين 25- 200 دولار، وإذا كان السعر أعلى من 200 دولار ، يكون الفارق 10 دولار<sup>(3)</sup> ، و عموماً فإن سعر التنفيذ هو السعر المحدد مسبقاً أثناء تحرير عقد الإختيار وهو السعر الذي سوف ينفذ به المشتري الخيار (إذا أراد التنفيذ) الصفقة محل الحق أي سعر ممارسة الحق.

#### ب- تاريخ تنفيذ العقد.

هو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ ، وهو موعد ممارسة الحق سواء للبيع أو الشراء الأجل ، أي أن حامل العقد إذا لم يقدم على تنفيذ العقد في التاريخ المحدد يصبح العقد غير قابل للتنفيذ ويفقد كل حقوقه ، كما يعبر تاريخ التنفيذ عن التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ وممارسة حقه إذا كانت أوضاع السوق بما يتوافق مع توقعاته بشأن الأسعار<sup>(4)</sup> .

1 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 256.

2 - السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص، 191 .

3 - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص، 347.

4 - محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع ، قسنطينة ، 2003 ، ص، 142.

ج- علاوة أو مكافأة العقد .

هي السعر الذي يدفعه مشتري حق الاختيار لمحرر حق الاختيار (البائع) ، وهذه العلاوة تحسب على كل سهم أو ورقة مالية داخل العقد ، كما تسمى هذه العلاوة بسعر الخيار وهي غير قابلة للرد سواء نفذ حامل حق الاختيار أو لم ينفذ العقد .

د- نمطية عقود الخيار .

تتم المتاجرة في السوق المنتظمة لعقود الخيار وفق أطر معيارية ، فيما يتعلق بحجم العقد Contract Size يتضمن العقد الواحد 100 سهم ، وهناك إستثناء في حالة تجزئة السهم أو الإعلان عن أسهم منحة (مجانية) فيتم تعديل العقد بناء على القيمة الرأسمالية للشركة<sup>(1)</sup>، فمثلا لو أعلنت إحدى الشركات عن توزيع أسهم منحة بـ 15 % في هذه الحالة يصبح عقد الخيار الواحد يضم 115 سهما ، كما يتم تعديل سعر التنفيذ

$$\text{ب: } \frac{1}{15} = 0.8696 \text{ دولار.}$$

الفرع الثاني : أنواع عقود الخيار.

يمكن التمييز بين عدة أنواع من عقود الخيار لكن أساسا هناك نوعان من عقود الخيار بحسب الحق الذي يحصل عليه حامل الخيار ونقسمها كما يلي :

أولا : حسب الحق الذي يحصل عليه حامل الخيار.

أ- خيار الشراء Call option .

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي للمشتري الحق بأن يشتري (أو ينفذ) من الطرف الثاني محرر الخيار أصلا معينة بكمية معينة ، وسعر معين وفي تاريخ معين خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق ، وذلك مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع ، ووفقا لما سبق فأن بائع خيار الشراء يكون ملزما ببيع الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها العقد وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد<sup>(2)</sup> ، و يقوم مشتري الخيار بالتنفيذ إذا كان السعر السوقي للأوراق المالية محل العقد أكبر من سعر الأوراق المالية في عقد الخيار.

ب- خيار البيع Put option .

هو عقد يسمح للمستثمر ببيع عدد من الأوراق المالية بسعر وتاريخ محددين نظير مبلغ (علاوة) يدفعها مشتري خيار البيع لمحرر خيار البيع (بائع الخيار) ، والغرض من هذا الخيار أو الحق هو الحماية من مخاطر فقدان

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص، 347.

<sup>2</sup> - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 257.

الاستثمارات لقيمتها السوقية ، فتنفيذ هذا الحق يتم بالسعر المتفق عليه مسبقا وإن إنخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل العقد في تاريخ التنفيذ<sup>(1)</sup>، و مما سبق فإن مشتري خيار البيع ينفذ العقد إذا إنخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل العقد وفي المقابل فإن بائع (محرر) خيار البيع ملزما بقبول تنفيذ الصفقة مقابل علاوة يحصل عليها.

ثانيا : أنواع الخيار حسب مدة التنفيذ.

يمكن أن نميز فيها نوعين<sup>(2)</sup>:

### أ- عقود خيار أمريكية American options .

هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الإختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة زمنية من فترات سريان العقد.

### ب- عقود خيار أوروبية European options .

هي عقود يكون فيها لمشتري العقد حق في تنفيذ الخيار إذا أراد في تاريخ محدد ، هو تاريخ نهاية صلاحية العقد (آخر يوم في العقد) وليس خلال مدة سريان العقد.

ثالثا : أنواع الخيار حسب التغطية. وتنقسم إلى نوعين<sup>(3)</sup>:

### أ- عقود خيار مغطاة Covered options .

هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصل محل العقد أي أنه يستطيع أن يوفي بالتزامه بالبيع إذا أراد المشتري تنفيذ العقد.

### ب- عقود خيار غير مغطاة Uncovered options .

هي العقود التي لا يمتلك فيها محرر العقد الأوراق المالية محل الاتفاق فإن محرر العقد ملزم بتوفير الأصل المتفق عليه في حالة ما إذا أراد مشتري الحق تنفيذ العقد.

الفرع الثالث: آلية عمل عقود الخيار.

لتوضيح آلية عمل عقود الخيار سوف نكون أولا أمام وضعين ، خيار الشراء و ما يحققه للمستثمر و محرر الخيار ، ثم خيار البيع و ما يحققه للمستثمر و محرر الخيار كما يلي:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي ، سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية الجزء الأول، الفكر الحديث في إدارة الاستثمار، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1999 ،ص، 585.

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، 245.

<sup>3</sup> - المرجع السابق ، ص- ص، 245 - 246.

## أولاً: خيار الشراء Call option.

كما أشرنا سابقاً كان خيار الشراء يقدم عليه المستثمر الذي يتوقع إرتفاع الأدوات المالية التي يرغب في شرائها مستقبلاً، و لتوضيح ذلك دعنا نفترض المثال التالي<sup>(1)</sup>:

لنفترض أن مستثمر ما يرغب في شراء عدد من أسهم إحدى الشركات في تاريخ لاحق شهر مارس مثلاً، غير أن توقعات المستثمر تشير إلى أن أسعار هذه الأسهم سوف ترتفع في هذا الشهر مقارنة بسعرها الحالي (شهر جانفي) و الذي يبلغ 100 دولار للسهم ، لكي يتجنب المستثمر مخاطر إرتفاع السعر في تاريخ الشراء (مارس) ، قام بالتعاقد الآن (شهر جانفي) مع طرف أخ لديه الإستعداد لبيع هذه الأسهم التي يرغب فيها المستثمر ، و بيعها بالسعر الحالي 100 دولار للسهم مقابل أن يدفع المستثمر مكافأة لحرر عقد الخيار (البائع) قدرها 5 دولار عن كل سهم ، مقابل الحصول على حق التنفيذ أو عدم التنفيذ (للمستثمر) ، علماً أن عدد الأسهم التي يريد المستثمر شرائها هو 100 سهم.

و لنفترض أن توقعات المستثمر بشأن حركة الأسعار قد تحققت ، فما هو قرار المستثمرين ؟ حيث وصلت الأسعار السوقية إلى 110 دولار للسهم.

بما أن توقعات المستثمر قد تحققت بشأن إرتفاع الأسعار فإنه من المنطقي أن يقدم على تنفيذ حق الشراء وبذلك يكون قد حقق المكاسب التالية:

حجم الصفقة: 100 سهم x 100 دولار = 10.000 دولار بسعر التنفيذ.

قيمة العلاوة الإجمالية: 5 دولار x 100 سهم = 500 دولار تخصم من المستثمر.

و حجم الصفقة بالسعر السوقي يوم تنفيذ العقد لو كان المستثمر لا يملك هذا الحق فإنه سوف يشتري هذه الأسهم من السوق و بسعر 110 دولار حيث

حجم الصفقة يوم التصفية: 110 دولار x 100 سهم = 11000 دولار و بالتالي إذا أردنا حساب صافي أرباح هذا المستثمر فإنها تكون كما يلي:

أرباح المستثمر = الصفقة بسعر التسويق - حجم الصفقة بسعر التنفيذ

أرباح المستثمر = 11000 - 10000 = 1000 دولار

أما الربح الصافي بعد خصم مقدار العلاوة المقدمة لحرر الخيار فإننا نجد

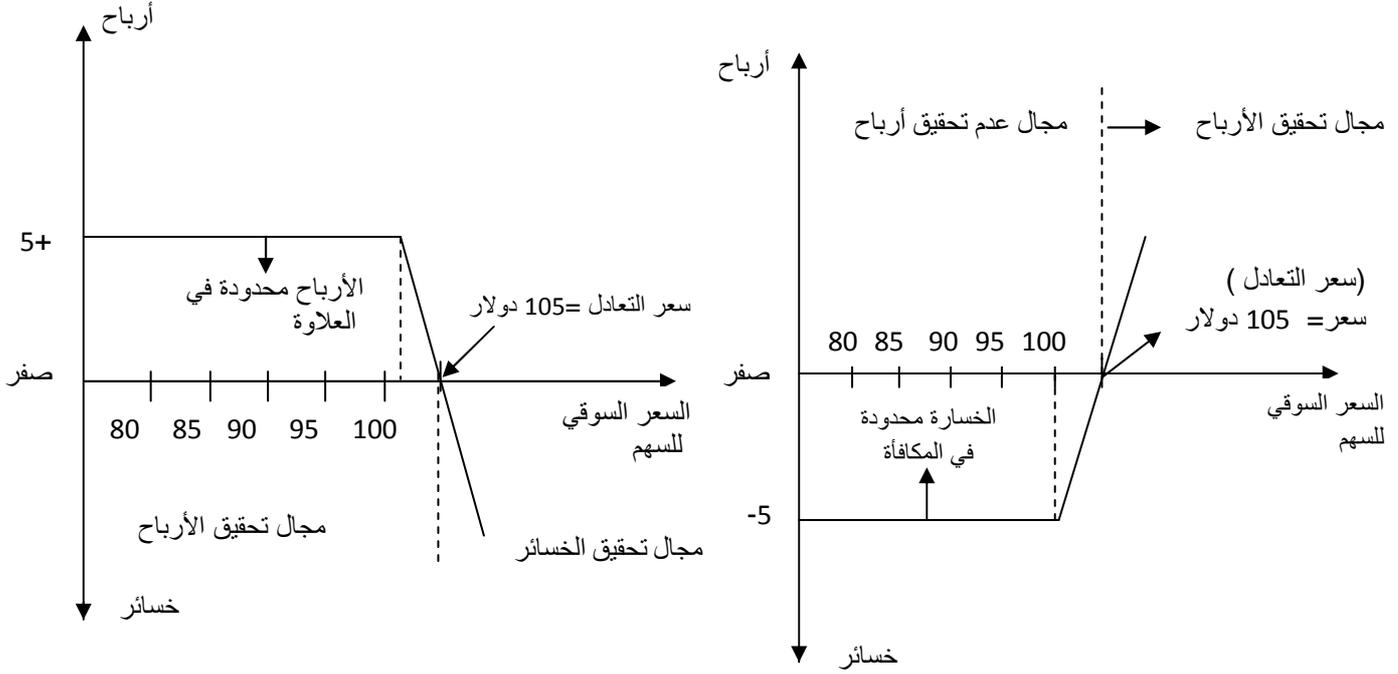
صافي الربح = 1000 - 500 = 500 دولار

<sup>1</sup> - السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص-ص، 202-203.

من الملاحظ أن المستثمر و في حال تحقق توقعاته في هذا المثال سوف يحقق ربحاً صافياً يقدر بـ: 500 دولار وفي هذه الحالة يقال عن عقد الخيار أنه في وضعية مربحة (in the money) .

أما محرر خيار الشراء فإن مقدار ما يربحه المستثمر سوف يكون نفس مقدار خسارة البائع ( محرر الخيار) ويمكننا توضيح ذلك بالشكلين التاليين:

الشكل رقم (08): أرباح و خسائر مشتري خيار الشراء الشكل رقم (09) خسائر و أرباح بائع الخيار



المصدر : السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص - ص، 202-203

نلاحظ من الشكلين السابقين، أن المستثمر في الشكل رقم (08) يحقق أرباحاً إبتدائية من سعر السوقي يقارب 110 دولار، أما عند النقطة 105 دولار فإن الخيار يكون في نقطة التعادل (at-the money) حيث يحق للمستثمر تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه و بالتالي لن يحقق أي أرباح و لا يتحمل أي خسائر.

أما دون السعر 105 دولار فإن المستثمر يتحمل خسائر كلما انخفضي السعر السوقي عن 105 فأقل من ذلك. و يكون خيار الشراء في حالة خسارة (out - the money) .

أما بالنسبة للشكل رقم (09) فإن محرر خيار البيع يحقق أرباحاً كلما كان سعر السهم السوقي أقل من 105 دولار ، أما عند 105 دولار نقطة التعادل فإن البائع لن يحقق أي أرباح و لا يتحمل أي خسائر، أما عندما يرتفع السعر السوقي للسهم عن 105 دولار فإن البائع يبدأ بتحمل الخسائر.

ثانيا: خيار البيع

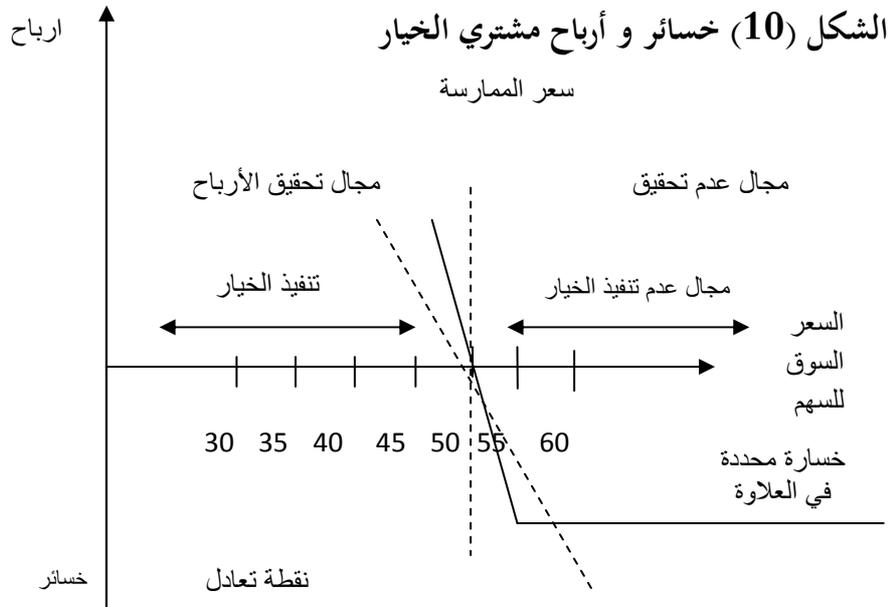
إن خيار البيع هو أداة من الأدوات التي يستعملها المستثمر في حالة توقعاته بإنخفاض الأسعار السوقية لاستثماراته وبالتالي فهو يهدف بواسطة خيار البيع إلى تخفيض الخسائر الناتجة عن الحركات الهبوطية للأسعار ، و لتوضيح ذلك نفترض المثال التالي:

لنفترض أن مستثمر ما قام بشراء 100 سهم بسعر 50 دولار للسهم ، و تشير توقعاته (تشير محفظة الأوراق المالية الخاص به) أنه قد يضطر إلى بيع هذه الأسهم في شهر ماي و قد إشتراها في شهر مارس، كما تشير توقعاته إلى إنخفاض أسعار الأسهم في شهر ماي ، و حتى يتجنب الخسائر يقوم بتغطية موقعه من خلال (شراء خيار للبيع من خلال التعاقد مع طرف ثاني لديه إستعداد لشراء تلك الأسهم في شهر ماي .

و بفترض تحقق توقعات المستثمر و إنخفضت الأسعار في شهر ماي حتى وصلت إلى حوالي 43 دولار ، للسهم الواحد ، في هذه الحالة فإن المستثمر ( مشتري خيار البيع ) سيطلب من البائع ( محرر خيار البيع ) منه تنفيذ الصفقة و يبيع له الأسهم بالسعر المتفق عليه سابقا هو 50 دولار للسهم الواحد. علما أنه المستثمر قد دفع علاوة تقدر ب: 3 دولار، مقابل حصوله على حق التنفيذ أو عدمه.

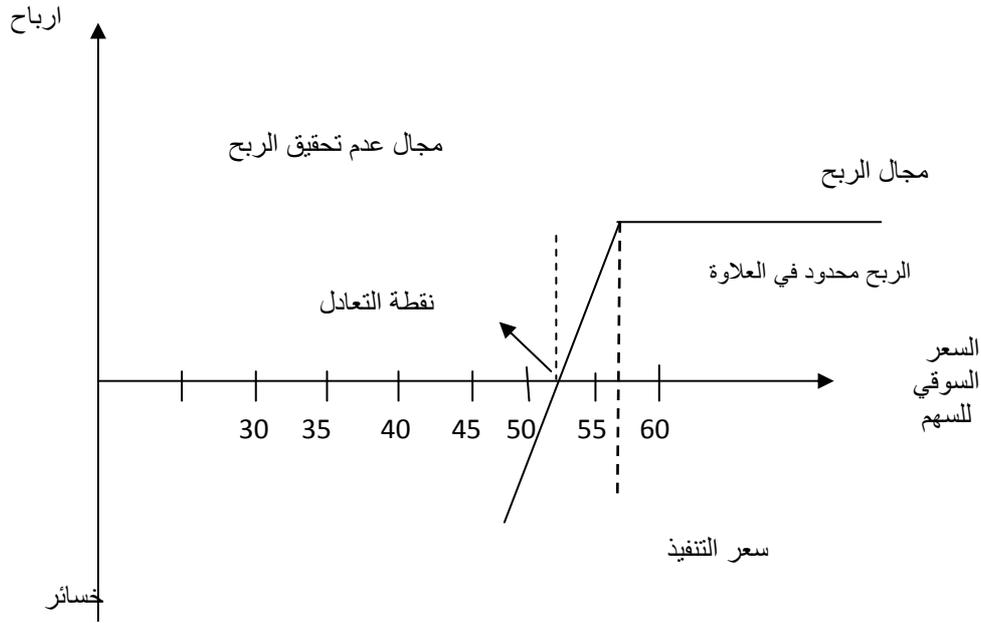
و بالتالي تكون خسائر و أرباح كل من بائع الخيار و مشتري الخيار كما يلي، موضحة في الشكلين رقم

(10)، (11)، كما يلي:



المصدر : السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص - ص، 203-204

الشكل رقم (11) خسائر و أرباح محرز الخيار



المصدر : السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص - ص، 203-204

نلاحظ من الشكل أعلاه رقم (09) أن مشتري خيار البيع يحقق أرباح عند وصول السعر السوقي إلى الحد الذي يكون أقل من سعر الممارسة أو التنفيذ (50 دولار) و مع مراعاة مقدار العلاوة على كل سهم .  
فمثلا عند السعر السوقي يساوي 40 دولار فإن مشتري الخيار يستطيع أن ينفذ خيار البيع و تكون أرباحه كما يلي:

$$\text{الأرباح الإجمالية: } 50 - 40 = 10 \text{ دولار / للسهم الواحد}$$

$$\text{الربح الصافي} = 10 - \text{العلاوة (3 دولار)} = 7 \text{ دولار / للسهم الواحد}$$

وفي المقابل يتحمل محرز خيار البيع نفس مقدار الخسارة التي هي ربح لمشتري الخيار و تقدر ب: 7 دولار.

أما عندما يكون السعر السوقي أكبر من سعر الممارسة فإن مشتري الخيار لا ينفذ مقابل خسارة مقدار العلاوة

$$100 \text{ (سهم)} \times 3 \text{ (علاوة)} = 300 \text{ دولار و بائع الخيار يحقق ربحا يقدر ب: 300 دولار.}$$

أما نقطة التعادل فهي النقطة التي يصل فيها السعر السوقي إلى حدود 47 دولار للسهم حيث

$$\text{نقطة التعادل} = \text{سعر الممارسة} - \text{العلاوة} .$$

$$\text{نقطة التعادل} = 50 - 3 = 47 \text{ دولار للسهم الواحد.}$$

المطلب الثاني: العقود المالية المستقبلية والآجلة.

سوف نتطرق إلى العقود المستقبلية من حيث نشأتها وتعريفها وخصائصها وأغراض إستعمالها ثم العقود الآجلة ومقارنتها بالعقود المستقبلية.

### الفرع الأول : العقود المستقبلية Futures contracts .

أولاً: نشأتها.

تعود نشأة وتطور أسواق المستقبلية إلى عقد السبعينيات من القرن الماضي تحديد عام 1971 عندما بدأت بورصة شيكاغو بتنفيذ عقود مستقبلية على العملات الأجنبية (صادفت سنة 1971. إعلان الو.م.أ. عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وبداية العمل بأسعار الصرف الموعومة بأنواعها)، وفي عام 1975 نفذ أول عقد مستقبلي على أسعار الفائدة للشهادات التي تصدرها الجمعية الوطنية الحكومية للرهن في شيكاغو للتجارة ، وفي عام 1976 سمح صندوق النقدي الدولي بتنفيذ مستقبلات على الأوراق المالية الحكومية وعلى الأوراق المالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة)، ومن ثم في عام 1977 بدأت سوق شيكاغو بالتعامل بمستقبلات على سندات الخزينة الأمريكية والتي أصبحت لاحقاً من أنشط أدوات سوق المستقبلية تداولاً، وشهد عام 1980 إهتمام المستثمرين بالعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم والتي لاقت قبولا عاما ، علما أن أول عقد نفذ في سوق شيكاغو المنتظمة على مؤشر الأسهم كان عام 1982 ومنذ عام 2001 بدأ المستثمرون يتعاملون بمؤشر داوجونز الصناعي<sup>(1)</sup>.

ثانيا: تعريف العقود المستقبلية.

تعرف العقود المستقبلية على أنها "عقود قانونية أو رسمية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتوكيد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل إستثماري معين، في وقت معين ومكان معين في المستقبل، وتجرى كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم"<sup>(2)</sup>.

والعقد المستقبلي هو كذلك: "اتفاق بين طرفين، الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير Short Position، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل Long Position ، ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي أو أصل مالي مثل الأسهم والسندات في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم وذلك على أساس إتفاق سابق عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه

1 - أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سابق، ص، 388.

2 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص، 152.

مبلغاً نقدياً أو أوراق مالية حكومية ، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد ، يطلق عليه الهامش المبدئي Initial margin<sup>(1)</sup>.

ويمكن أن ندرج تعريف ثالثاً للعقود المستقبلية على " أنه إلتزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محدودة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد"<sup>(2)</sup>.

ومن التعاريف السابقة الذكر نستنتج أن العقد المستقبلي يتم بين طرفين أحدهما بائعاً للعقد والآخر مشترياً له ويتم العقد على أساس تسليم أو إستلام أصل محدد قد يكون معادن أو عملات أو سلع أو أوراق مالية ، حيث يتم مسبقاً الإلتفاق على سعر ومدة العقد وتاريخ تنفيذه ، كل ذلك يتم بواسطة سمسار أو بيت سمسرة التي تكون عبارة عن وسيط وضمن من خلال فرض على المتعاقدين تقديم هامش مبدئي يقدر بنسبة مئوية من قيمة الصفقة.

### الفرع الثاني: خصائص العقود المستقبلية وأنواعها.

أولاً: خصائص العقود المستقبلية: تمتاز العقود المستقبلية بخصائص نذكر منها<sup>(3)</sup>:

- تتميز بأنها عقود نمطية ( Standard contracts ) من حيث تحديد كمية العملية ونوعها وشهور التسليم ويتم التعامل في العقود المستقبلية من خلال مزاد مفتوح (Open outcry) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت السمسرة.
- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المستقبلية تميل للإخفاض.
- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد ، وبذلك يتم تجنب مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها (Price Risk) إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضرة عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً<sup>(4)</sup>.
- إن للعقود المستقبلية طرفين أحدهما بموقع المشتري أو المتسلم للأصل الاستثمائي (Long Position) والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثمائي (Short Position) ، وبالتالي فإن مكاسب أحد الطرفين هي نفسها خسائر الطرف الآخر.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال ، مرجع سابق، ص-ص، 511-512.

<sup>2</sup> - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 270.

<sup>3</sup> - مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة و النشر والتوزيع ، القاهرة ، ص، 177.

<sup>4</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، 255.

• إن طرقي العقود المستقبلية غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر ، وبالتالي لا يقوم هذان الطرفان بالتبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية أو التسوية (Clearing house) التي تعمل كمشتري أو بائع دون أن تنافس أي من المشتريين أو البائعين ، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة<sup>(1)</sup>.

• رغم أن تنفيذ العقد المستقبلي إلزامي لكل من المشتري والبائع ، إلا أن هناك إمكانية أمام كل طرف التخلص من التزامات العقد ، وذلك بأخذ مركز مضاد أو معاكس في السوق (Reversing Position) على عقد مماثل ، فلو أن المركز كان مركزا طويلا أي مركز المشتري ، فيمكن أن يتخلص من الالتزامات الخاص بهذا المركز بأن يأخذ مركزا قصيرا أي بائع على عقد مماثل آخر ، لنقل كل إلتزاماته للطرف الثاني في العقد الثاني<sup>(2)</sup>.

#### ثانيا: أنواع العقود المستقبلية.

تختلف أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل الاستثماري محل التعاقد ومنها ما يلي<sup>(3)</sup>:

أ- العقود المستقبلية على السلع: وهي العقود المستقبلية في سلع حقيقية نمطية لها سوق نشطة مثل ، البن السكر القطن ، والنفط ، والمعادن الثمينة من الذهب والفضة.

ب- العقود المالية المستقبلية: وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالسندات والأسهم أو أصول نقدية مثل الودائع.

ج- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: تعتبر هذه العقود بمثابة إلتزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للآخر مبلغا من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وهو اليوم المسمى بيوم التسليم ، وبين المبلغ المتفق عليه وهو المسمى بثمن الشراء.

د- العقود المستقبلية على العملات: هي عقود تبرم من أجل إستلام أو تسليم عملات معينة مثل الين الياباني، الدولار الكندي ، والأمريكي ، الجنيه الإسترليني ، الفرنك السويسري ، ثم مع ظهور اليورو أصبح كذلك من بين العملات التي تعقد عليها العقود المستقبلية<sup>(4)</sup>.

1 - هوشيار معروف ، المرجع السابق ، ص، 153 .

2 - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص، 82.

3 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص- ص، 254-253.

4 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 272.

## الفرع الثالث: التسوية اليومية وحساب الهامش

يتوقف ربح وخسارة العقد المستقبلي على قيمة العقد وفقا لأسعار السوق ، أي التسوية اليومية أو نظام الهامش ، حيث يتطلب العقد المستقبلي أن يضع كل طرف من أطراف العقد هامش مبدئي (Initial margin) لدى السمسار الذي يتعامل معه ووفقا للنسبة التي يحددها بيت التسوية ، هذا الهامش عبارة عن مبلغ نقدي أو أوراق مالية سهلة التحويل إلى نقود مثل أذونات الخزينة وذلك وفق ما يتطلبه العقد<sup>(1)</sup>.

و الهدف من وضع شرط إيداع الهامش المبدئي في عملية تداول العقود المستقبلية من أجل ضمان جدية المتعاملين ، وفي العادة تتراوح قيمة الهامش المبدئي من 5% و 10% من القيمة الكلية للعقد<sup>(2)</sup> ، و بمجرد تداول العقد المستقبلي تتغير قيمته سواء بالارتفاع أو الانخفاض ، وبدلا من الإنتظار حتى تاريخ التسليم لمعرفة الربح أو الخسارة يقوم بيت التسوية بتسوية يومية لحساب الهامش لكل طرف من طرفي العقد وفق الأسعار اليومية للعقد ، حيث تقوم بيت التسوية (Clearing house) بحساب ربحية المستثمر في العقد بشكل يومي ، فإذا إرتفعت الأسعار السوقية فإن المستثمر في عقد الشراء يحقق ربحا يحسب كما يلي:

(السعر السوقى - السعر المستقبلي) × حجم العقد ، وإذا انخفض السعر فإنه يتكبد الخسائر .

أما بالنسبة للمستثمر في عقد البيع فإنه يحقق ربحا إذا إنخفض السعر ويحسب الربح كما يلي (السعر السوقى - السعر المستقبلي) × حجم العقد ، و العكس إذا ارتفع السعر السوقى ، وبناء على حركة السعر يتم حساب الربح والخسارة فور إغلاق التعامل بالعقود في نهاية اليوم ، ثم تضاف الربحية إلى رصيد العميل في حين تخصم الخسارة من رصيد العميل ، وإذا استمر العميل في تحقيق الخسائر متتالية ، وإنخفض رصيد العميل إلى حد هامش الرقابة (الأمان) أو أقل منه يتم إشعار العميل بذلك فيما يسمى بإشعار الهامش Margin call حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة إيداع ما يكفي من الأموال لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي<sup>(3)</sup> ، ويتم تحديد هامش الصيانة أو الوقاية (Maintenance Margin) من طرف بيت التسوية والتي عادة يتراوح بين 75% و 80% من الهامش المبدئي<sup>(4)</sup>.

وفي الحالات التي لا يرغب فيها طرف من الطرفين في العقد أن يستمر في مركزه في هذا العقد بسبب عدم توافر السيولة النقدية اللازمة للمحافظة على الحد الأدنى لهامش الوقاية أو لأي سبب آخر ، فإن بيت السمسرة أو التسوية في هذه الحالة يقوم بإبرام صفقة معاكسة Reverse Trade باسم هذا الطرف ، وفي الحالة التي

1 - السيدة عبد الفتاح إسماعيل، مرجع سابق، ص، 233.

2 - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، 421.

3 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 273.

4 - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، 422.

يكون فيها الطرف الذي قرر عدم الاستمرار في العقد يكون مركزه بائعا (Short Position) ، فإنه بموجب الصفقة المعاكسة يصبح مركزه مشتري (Long Position) ، وذلك بإقفال مركزه في العقد طبقا للسعر السائد في السوق في يوم الإقفال، وفي تلك الحالة في حالة تحقيق الخسارة من جراء تغيير المركز يتم خصم مقدار الخسارة من الهامش المبدئي المودع لدى بيت التسوية ، وإذا كان حقق ربحا يدفع له الباقي عن الصفقة والهامش المبدئي العكس إذا كان من يريد أن يتخلى عن العقد الذي مركزه طويلا (مشتريا)، فإن يقوم بالصفقة العكسية ليصبح مركزه قصيرا (بائعا)<sup>(1)</sup>.

### الفرع الرابع: العقود الآجلة Forword contract.

#### أولا: تعريفها

يمكن تعريف العقود الآجلة على أنها " هي عقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا و بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق"<sup>(2)</sup> ، و هي في ذلك لا تختلف عن العقود المستقبلية بإستثناء معيار التداول حيث لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد لها سوق ثانوية ، وبالتالي فهي لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد المخاطر في حالة عدم قدرة أي طرف على الوفاء بالتزامات العقد ، حيث لا يمكن التخلص منها في الأسواق المالية<sup>(3)</sup>.

ويمكن تعريفها كذلك: " وهي عبارة عن إتفاقية بين طرفين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ Exercise Price ، و يتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع و المشتري"<sup>(4)</sup>.

والعقود المستقبلية "هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا ، ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم Delivery Price الذي هو السعر السائد Spot Price ، ولآخر بالسعر الأجل حيث يتساوى السعران وقت التعاقد ، إلا أن السعر الأول يكون ثابتا والسعر الثاني يكون قابلا للتعديل "<sup>(5)</sup>.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص، 323.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص، 83.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص، 686.

<sup>4</sup> - Frank. K.Reily , Investment , The Dryden Precs, Florida, 3<sup>rd</sup> Ed, 1999,P, 494.

<sup>5</sup> - هوشيار معروف ، المرجع السابق، ص- ص، 154-155.

## ثانيا: مقارنة العقود المستقبلية بالعقود الآجلة

إن للعقود المستقبلية والعقود الآجلة نقاط تشابه قليلة منها أنهما يرتكزان على تعاملات مستقبلية وليست حاضرة ويتضمنان تحديد كل من الأصل المتفق عليه وسعره وكميته ووقت تسليمه، إلا أنهما يختلفان في كثير من النقاط يمكن أن نختصرها في النقاط التالية: (1)

✓ نمطية العقود المستقبلية أو معياريتها، حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفق معايير محددة ، في حين أن العقود الآجلة هي عقود شخصية تسدد إلزاماتها في أي وقت كان و يحدد المبلغ فيما بعد ، و هكذا فإن نمطية أو معيارية العقود المستقبلية لا تترك مجال التفاوض مفتوحا أمام المتعاملين إلا على الأسعار، بينما يلاحظ في العقود الآجلة أنها ترتب حسب حاجات كل متعامل (2).

✓ من حيث وجود هيئة ضامنة فإن العقود المستقبلية يوجد فيها طرق ثالث هي بيوت التسوية و التي تقوم بدور البائع و المشتري، و تضمن تنفيذ العقد من خلال نظام الهاشمي المبدئي و هامش الصيانة ، بينما لا توجد مثل هذه الإجراءات في المعاملات الآجلة.

✓ يتم إجراء التسوية السعريّة اليومية في حالة العقود المستقبلية أي إن كل طرف يعرف ربحه و خسارته في نهاية اليوم ، و هذا الوضع لا يتحقق في حالات العقود الآجلة.

✓ في العقود المستقبلية تكون العلاقة بين الطرفين غير مباشرة إذ تتم من خلال بيت التسوية (cleanring house) الذي يضمن التزام الطرفين، هذا فضلا عن أنها عقود نمطية فجميع شروطها ليست محلا للتفاوض ماعدى السعر ، و من ثم فليست عقود شخصية مثل (العقود الآجلة) (3).

✓ إن سعر التسليم في العقود المستقبلية يعدل و يتم إحتسابه يوميا حسب ملاحظة بيوت التصفية لتغيرات السعر في السوق، أما سعر التسليم في العقود الآجلة فإنه يستمر حتى نهاية فترة العقد ، وبالتالي فإن العقد المستقبلي يتحمل تكاليف إضافية ومنه فإن سعر العقد المستقبلي قد يكون موجبا أو سالبا حسب حركة واتجاه الأسعار للأصل محل التعاقد ، بينما لا توجد هذه الحسابات في العقود الآجلة (4).

1 - نفس المرجع، ص، 155.

2 - السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999 ، ص، 69.

3 - السيدة عبد القادر متولي، مرجع سابق، ص، 259.

4 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص، 157.

- يمكن تسوية عقود المستقبلية في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق ولكن في العقود الآجلة لا يمكن تسوية العقد إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق ، كما أن في العقود المستقبلية يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار ، وفي المقابل يحدد الهامش في العقود الآجلة مرة واحدة يوم توقيع العقد<sup>(1)</sup>

### المطلب الثالث: عقود المبادلة Swaps contracts.

عقود المبادلات Swaps contracts مثلها مثل العقود المستقبلية والعقود الآجلة تستخدم في الغالب من أجل تغطية المخاطر المستقبلية لتقلبات قيم الأصول المالية المستثمر فيها ، و تستخدم هذه العقود في مبادلة أسعار الفائدة.

#### الفرع الأول: تعريف عقود المبادلة .

تعرف عقود مبادلة أسعار الفائدة بأنها " عبارة عن إتفاقية بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه ، المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا وهي عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد ، والمبالغ التي تتبادل بين طرفي العقد في معظم عقود المبادلات من صافي مدفوعات الفائدة وليست قيمة العقد ، والطرف الذي يقبل على أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة على مدار فترة العقد ، يسمى دافع لمعدل الفائدة الثابت Fixed Payer -Rate ، و الطرف الآخر يسمى دافع لمعدل فائدة متغير Floating-Rate Payer<sup>(2)</sup> .

عقود المبادلة Swaps عبارة عن "عقود بين طرفين ، لتبادل تدفق نقدي ، مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد التسليم للتدفقات وطريقة الحساب ، ويتم إستخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر ، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه ، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة"<sup>(3)</sup> .  
و يعرف عقد المبادلة بأنه " إتفاق تعاقدية يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل التزامات أو حقوق ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على الإلتزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي إتجاه الطرف الثالث غير مشمول بالعقد ، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول"<sup>(4)</sup> .

من التعاريف السابقة الذكر لعقد المبادلة نجد أنها عقود تمتاز بكونها غير نمطية مثل العقود المستقبلية ، كذلك هي عقود تنفذ لاحقا مثل العقود الآجلة ، يتوجب قيامها وجود طرفين على الأقل وفي بعض الحالات طرف

1 - حسن علي خريوش، وآخرون، الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، ط1، 2011 ، ص، 243.

2 - السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص، 268.

3 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، 261.

4 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 285.

ثالث كوسيط، تقوم أساسا على أصول أو التزامات نقدية تسدد أو تدفع على فترات دورية منتظمة ، لا يتم تصفيتهما أو تسويتها كاملة (كامل قيمة العقد) وإنما من خلال دفع الفارق بين الالتزامات الناتجة عن هذا العقد من طرف لآخر.

### الفرع الثاني: أسباب تطور واستخدام عقود المبادلة.

بدأت عقود المبادلة في الإنتشار و الظهور عام 1981 م ، ولكنها في نمو متزايد نتيجة لإختلاف ملاءة المقترضين من جهة ، وإختلاف توقعات المتعاملين من جهة أخرى في الأسواق المالية من مقرضين ومستثمرين حول إتجاهات أسعار الفائدة السوقية <sup>(1)</sup>.

وعن أسباب إستخدامها فإنه يرجع لكونها (عقود المبادلة) ، سببا في الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق العالمية المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين(طرفي العقد) ، كذلك هي أداة لإدارة المخاطر و التحوط Hedging and Risk Management بالإضافة إلى تمتعها بالمرونة وإخفاض التكاليف <sup>(2)</sup>.

كما أن من بين أهم أسباب تطور إستخدام عقود المبادلات وزيادة حجم الصفقات العالمية المعقودة على هذه العقود يعود لما يلي <sup>(3)</sup> :

- تعتبر عقود المبادلة وسيلة سريعة للمقترضين لتغيير طبيعة الأصول والخصوم والمساواة بين نوعية الآجال الأصول والخصوم.
- يمكن للمقترضين من خلال الميزة النسبية الحصول على ما يتطلعون إليه من تمويل بتكاليف أقل ، وذلك من خلال الإقتراض من السوق الذي يتمتع فيه المقترض بميزة نسبية ، ثم يبدل إلتزاماته بنوع التمويل الذي يرغب فيه.
- وجود ما يسمى بفرص المراجعة Arbitrage Opportinities والتي تمكن المقترض من تخفيض تكاليف تمويله بالإقتراض بالعملة الأجنبية وتغطية المخاطر المصاحبة لذلك.
- مساهمة الوسطاء بدور فعال في تطوير سوق المبادلات ، حيث تحول دورهم من مجرد سماسرة إلى تجار أو شركاء في العقد ، وذلك لعدة أسباب منها : صعوبة إيجاد الطرفين المتطابقتين لقيمة وشروط العقد، بالإضافة إلى دور الوسيط كضامن للطرف الأقل إئتمانا.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص، 412.

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، 261.

<sup>3</sup> - السيدة عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، مرجع سابق، ص-ص، 303-304.

الفرع الثالث: مثال حول مقايضة أسعار الفائدة.

في هذا النوع من المقايضات تقوم الأطراف المتقابلة بالتبادل بمعدل ثابت fixed rate debt مقابل دين بمعدل معوم floating rate debt ، فمثلا تملك منشأة رصيد سند مصدر بأمر 04 سنوات حيث تم تحديد معدل الفائدة مساوي لمعدل LIBOR مضاف إليه 0.5% (سعر الفائدة بين البنوك البريطانية) (London Interbank offering Rate)<sup>(1)</sup> فإذا كانت المنشأة مهتمة بزيادة معدلات الفائدة بالأمد القصير خلال 04 سنوات القادمة ، فإنه يمكن تنظيم مقايضة معدل فائدة مع منشأة أو مصرف آخر حيث تدفع المنشأة بموجب العقد ، معدل فائدة ثابت إلى المصرف (لمدة 04 سنوات) وسيدفع المصرف للمنشأة الأولى مدفوعات الفائدة العائمة لمدة (04 سنوات) ، ولتوضيح ذلك نفترض المثال التالي<sup>(2)</sup>

قام البنك (أ) بإدارة حملة ترويجية ناجحة لشهادات إيداع مدتها 5 سنوات إستطاع من خلالها زيادة إيداعاته من هذه الشهادات بمبلغ 500 مليون جنيه إسترليني ويدفع البنك عن هذه الشهادات معدل فائدة 9% ، ونظرا لأن معظم قروض البنك من النوع القصير الأجل فإن إيراداته من هذه القروض سوف تنخفض إذا ما إنخفضت أسعار الفائدة ، مع ضرورة التزام البنك بدفع 9% على الودائع لديه بمبلغ 500 مليون جنيه (جهة إصدار الشهادات) ، وبالتالي فإن البنك ملزم أن يستثمر الـ 500 مليون جنيه في قرض يدر عائدا أكبر من 9%.

و لنفترض وجود بنك (ب) يقوم بإستثمار 500 مليون جنيه في إستثمارات عقارية تدر عائدا يتمثل في معدل الفائدة الثابت يبلغ 11% ، غير أن البنك (ب) يعاني من مخاطر تقلب أسعار الفائدة كون أن ودائعه قصيرة الأجل ، ولذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة سوف يقلل من عوائد البنك (ب)، ولا شك أن البنك (ب) له إستعداد لعقد إتفاق مع البنك (أ) مما يتيح له الحصول على معدلات فائدة السائدة في السوق على مبلغ 500 مليون جنيه إعتبارا أنها وديعة ذات معدل فائدة متغير - LIBOR -

ومنه بافتراض أن البنك (أ) والبنك (ب) قد إتفقا على مبادلة الفائدة الثابت بالمتغير ، حيث تحدد سعر الفائدة بـ 10% وهذا يعني أن البنك قد وافقه على استلام 10% كفائدة سنوية على مبلغ الـ 500 مليون جنيه تدفع له على أساس شهري على أن يدفع البنك (أ) معدل الفائدة المتغير على أساس LIBOR. أما البنك (ب) فسوف يأخذ الجانب الآخر من العملية بمعنى أنه إذا ارتفع سعر الفائدة عن 10% فسوف يحصل البنك (ب) على الفرق ، ويمكن حساب قيمة الفرق أو المدفوعات في هذه الحالة كمايلي<sup>(3)</sup>:

1 - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، عمان، 2009، ط1، ص، 161.

2 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005، ص-ص، 336-337.

3 - نفس المرجع السابق، ص، 337.

$$\text{المدفوعات} = [\text{معدل الفائدة} - \text{معدل الفائدة الثابتة}] \times \frac{\text{عدد الأيام}}{360} \times \text{قيمة العقد.}$$

فإذا فرض أنه بعد مرور شهر على توقيع عقد المبادلة بين البنكين (أ) و(ب) بلغ معدل الفائدة المتغير على

أساس (LIBOR) 10.5% فإن قيمة المدفوعات التي سيقوم بدفعها البنك (أ) للبنك (ب) تساوي

$$\text{قيمة المدفوعات} = [10\% - 10.5\%] \times \frac{30}{360} \times 500 \text{ مليون} = 108325 \text{ جنيه.}$$

وبالتالي في مدفوعات البنك (أ) هي مقبوضات البنك (ب) وبنفس المقدار.

يمكننا بعد تطرق للفصل الثاني حول أدوات الإستثمار في الأسواق المالية أن نستخلص النقاط التالية:

- تعرف الأسهم على أنها جزء من رأس مال الشركة المساهمة، إذ أن رأس مال الشركة المساهمة أو شركة الأموال يقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء منها سهما ، والأصل تطرح أسهم الشركة المساهمة على الجمهور للاكتتاب وذلك عن طريق بنك أو أكثر إذ يتلقى البنك إكتتابات الجمهور (عروض الشراء) التي قد تزيد على عدد الأسهم المصدرة.
- تتمتع الأسهم بعدة خصائص منها: أنها قيم متساوية، غير قابلة للتجزئة ، القابلية للتداول كما توفر الأسهم لأصحابها حقوق منها : حق إقتسام الربح المتحقق عن نشاط الشركة بعد إستثناء الاحتياطي القانوني من صافي الأرباح ، حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة وذلك من خلال حق التصويت في الجمعية العمومية ، حق مراقبة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر.
- تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع حسب معايير مختلفة منها:أنواع الأسهم حسب طريقة تداولها ، بحسب طبيعة الحصة المساهم بها ، حسب أستهلاكها أو عدمه ،أنواعها بالنظر إلى المنح أو عدمه و أنواع الأسهم بحسب الحقوق التي يمنحها السهم لمالكة
- والأسهم العادية من أكثر أنواع الأسهم إستعمالا و أقدمها و بدورها عرفت أنواع مستحدثة منها الأسهم العادية لأقسام الإنتاج ، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة ، الأسهم العادية المضمونة أسهم التميز، الأسهم ذات التقلبات الدورية أسهم النمو وأسهم الدخل ،الأسهم المحايدة والأسهم المضاربة و الأسهم الدفاعية
- من أنواع الأسهم الممتازة : الأسهم الممتازة لجمعية للأرباح، الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح ، الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة ، الأسهم الممتازة لها حق التصويت ، الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ،الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء.
- السندات هي أحد أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية و تعرف السندات على أنها صكوك متساوية القيمة ، تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها ، تثبت حق حاملها فيما قدمه من مال ، أو إقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد إستحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية

- تتميز السندات بعدة خصائص هي: السند أداة دين ، السند أداة إستثمار ثابتة الدخل ، السند أداة تمويلية محدودة الأجل ،السندات صكوك متساوية القيمة.
- تتمثل المشتقات في أدوات مالية يترتب لحاملها إلتزاما أو إختيارا لشراء أو بيع أصل مالي وتشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية ، قد تكون أسهم أو سندات
- كما في معظم المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية off – Balane –Sheet Instruments لأنها وإن كانت تنشئ إلتزاما متبادلا مشروطا ، إلا أنها إما لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي، ولذا يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية. Zero- investments، ومن الأمثلة على هذه المشتقات ، عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة ، والمقايضات أو المبادلات

الفصل الثالث الإطار النظري لسوق  
الأوراق المالية الإسلامية

## تمهيد

لم يعرف الإقتصاد المعاصر سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكلها الحالي إلا منذ مدة زمنية قصيرة، وذلك إذا ما قارناها بالأسواق المالية المعاصرة أو غيرها من الأسواق العامة حتى الإسلامية منها، كما أن العرب أو المسلمين لم يعرفوا هذا النوع من الأسواق في حياتهم الماضية، نظرا لبساطة المعاملات الاقتصادية آنذاك.

ولكن ما فتئت سوق الأوراق المالية الإسلامية بالظهور حتى أخذت موقعها في إقتصاديات بعض الدول الإسلامية و الغربية كذلك ، وهذا راجع أساسا للأزمات المالية والإقتصادية التي عرفها الإقتصاد الربوي الرأسمالي، وكذلك فقدان الثقة به من طرف عدد معتبر من المستثمرين المعتدلين من الناحية العقائدية ، لما يحدث في سوق الأوراق المالية المعاصرة من تلاعبات وغش ومعاملات مالية غير جائزة وغير أخلاقية مثل القمار والمضاربة الإشاعات الكاذبة للتلاعب بالأسواق وغيرها ، كل ذلك كأن دافعا لتوجه طبقة من المستثمرين للبحث عن الأسواق بديلة تكون بعيدة كل البعد عن هذا النمط من المعاملات المالية المشبوهة ، وتعود الفكرة الأساسية لإنشاء سوق للأوراق الإسلامية إلى أسلمة الأوراق المالية كمرحلة أولى وذلك سنة 1978 وقام بطرح الفكرة الدكتور سامي حسن محمود عند إعداد قانون إنشاء البنك الإسلامي الأردني.

وسوف نتطرق في هذا الفصل إلى ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية، التنظيم الفقهي و القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية، كذلك عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية وتطبيقها الشرعي، وأخيرا الهندسة المالية الإسلامية.

## المبحث الأول: المقومات الشرعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

## المبحث الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية و آليات عملها

## المبحث الثالث : عمليات سوق الأوراق المالية وتكييفها الشرعي

## المبحث الرابع: الهندسة المالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

## المبحث الأول: المقومات الشرعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية المعاصرة من بين الموضوعات الإقتصادية الحديثة في تاريخ الاقتصاد، و سوق الأوراق المالية الإسلامية على غرار السوق المعاصرة أو الوضعية فهي كذلك من الموضوعات الجديدة، حيث ظهرت البوادر الأولى لإنشائها أو تكوينها في القرن العشرين، لذلك لم يعرف الإقتصاد الإسلامي هذا النوع من الأسواق في بداية الإسلام، و منه جاء دور الإجتهد المعاصر للإهتمام و التقصي بخصوص هذه السوق، وسوف نحاول في هذا المبحث تحديد تعريف إصطلاحي و شرعي لسوق الأوراق المالية الإسلامية و تطورها التاريخي و الحاجة إلى قيامها .

المطلب الأول : تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية و تطورها التاريخي .

الفرع الأول : تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية .

يمكننا في هذا السياق ذكر بعض التعريفات لسوق الأوراق المالية الإسلامية و التي هي قليلة في الحقيقة و منها<sup>(1)</sup>

"أنها سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة و حقوق للمتعاملين و أساليب إجراء الصفقات و المعاملات دون التقييد بوجود مكان معين" .

كما تعرف الأسواق المالية الإسلامية بأنها "أسواق لتبادل ثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية و تعتمد على المشاركة في الربح و الخسارة" .

كما ينصرف "مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى الدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط و طويل الأجل، و ذلك عن طريق تجميع المدخرات و إستثمارها حسب قواعد الشريعة الإسلامية" .

وقد عرفها الدكتور أحمد محي الدين أحمد بأنها "سوق منظمة تنعقد في مكان معين و في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعة و شراء لمختلف الأوراق المالية، و تهدف إلى تعبئة المخدرات النقدية و توجيهها نحو المشروعات المنتجة" .

ويقصد بالسوق المنظمة أنها تخضع لقوانين و لوائح تنظم إدارتها و تحكم عملياتها، و يقصد بالتعامل الشرعي أن يجري التداول على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا و بصيغ مشروعة، و أن تتقيد كافة عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات، كما أظهر هذا التعريف دور سوق لأوراق المالية الإسلامية في المساهمة في أحداث تنمية إقتصادية وذلك من خلال تجميع المدخرات و تمويل المشروعات الناجحة<sup>(2)</sup> .

<sup>1</sup> - محمد أمين ولد عالي، التنظيم الفقهي و التنظيم القانون لسوق الأوراق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، بيروت، 2011، ص، 120.

<sup>2</sup> - زكريا سلامة عيسى شطاوي، مرجع سابق، ص، 30.

ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنها "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي تتم فيه إصدار الأدوات المالية من طرف أصحاب العجز ، ثم إقتنائها و تداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفئات وبصورة منظمة و مراقبة على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق و ذلك من أجل تمييز الأموال في إطار شرعي" (1) .

من خلال التعاريف السابقة الذكر نلاحظ أنها إنصبت حول سوق الذي تصدر فيه (سوق الأوليّة) و تتداول فيه (سوق ثانوية) كل أنواع الأوراق المالية البديلة للأوراق الربوية أو المحرمة شرعا إصدارا و تداولا في نظيرتها الوضعية ، و ذلك بهدف إتماء المال المطلوب شرعا و خلق تنمية الإقتصادية و الإجتماعية من أجل تطوير حياة الإنسان المسلم و إزدهارها إقتصاديا ، وكل ذلك في إطار الشرعية الإسلامية .

### الفرع الثاني : تاريخ إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية

إن أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي و بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي ، كانت هي الجذور الأولى لبناء سوق للأوراق المالية الإسلامية ، و هذه الفكرة كان قد طرحها الدكتور سامي حسن حمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني ، الذي صدر بالأردن بموجب القانون رقم (13) لسنة 1978 م ، تم تبني فكرة إصدار قانون خاص بسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر كذلك القانون رقم (10) سنة 1981 م ، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984م (2) بعد ذلك جاءت فكرة الدكتور سامي حمود و التي طرحها في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م حيث إقترح تداول الحصص الإستثمارية في حالات بيع السلم و الإيجار و المراجعة و ذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ كما إقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي، تكون متخصصة في تمويل المراجعة و تكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا ، على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة و الأرباح المستحقة ، وقد إستجاب وزير التجارة و الصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 77 سنة 1987 م و الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية ، لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الإستثمارية في 1987/01/05 م، ثم شركة الأمين

<sup>1</sup> - بن ضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007/2008 ، ص،76.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ،74.

للأوراق المالية في 28/06/1987م ، حيث طرحت كل منها أول إصدار لها سنة 1989م، بعد ذلك تواصل النداء بإنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون مكتملة للسوق الأولية<sup>(1)</sup>.

و من أهم تلك الدعوات بعد ذلك و المدعومة بالدراسات الخاصة بإقامة سوق مالية إسلامية ، الدعوة التي أثارها مجمع الفقه الإسلامي في قمته الثامنة المنعقدة في 27/21، يونيو 1993 م، و قد صدر عنها قرار مهم حول الضرورات الاقتصادية و التكييفات الشرعية لإقامة سوق إسلامية ، و هو القرار رقم 74 (8/5) بشأن التطبيقات الشرعية لإقامة سوق مالية إسلامية .

و لقد سبق هذا المؤتمر عدة ندوات و مؤتمر لمجمع الفقه الإسلامي بحث من خلالها في التكييفات الشرعية للأسواق المالية و كذلك الأدوات المالية الممكن إستخدامها وقد أصدر قرار بشأن السندات المحرمة و بدائلها الشرعية، كما كان من أهم النتائج و التوصيات التي تمخضت عن هذه المؤتمرات هو التأكيد على أن أسواق المال التقليدية (الوضعية) لا تخدم المستثمر المسلم و لذلك من الضرورة إيجاد سوق مالية إسلامية ، و قد جاء التطبيق العملي لهذه القرارات و الدعوات من خلال إنشاء السوق المالية الإسلامية في البحرين<sup>(2)</sup>.

أما عن المؤتمرات الحديثة نوعا ما ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية "معالم الواقع و آفاق المستقبل" ، الذي دعا إلى التنظير لإقامة السوق المالية الإسلامية و الذي إنعقد خلال الفترة 17/15 من شهر ماي 2005 و المنظم من طرف كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة و غرفة التجارة و الصناعة دبي ، و قد صدر عن هذا المؤتمر عدة توصيات تتعلق بالبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية و بحث كذلك المؤتمر في شأن الأدوات المالية الإسلامية ، و كان توصيته التاسعة تنص على أنه من الضروري إنشاء سوق مالية إسلامية ذات أغراض و أنشطة مشروعة تكون الأولوية فيها للشركات الموجودة في الدول الإسلامية<sup>(3)</sup>.

<sup>1</sup> - ناصر سليمان، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، سلسلة صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد، 2013، 21، ص، 57.

<sup>2</sup> - قرار رقم 74 (7/5)، التطبيقات الشرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، الدورة الثامنة للمؤتمر، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، يونيو 1993.

<sup>3</sup> - زعير محمد عبد الحكيم، سوق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي العدد 290، 2005، ص1، نقلا عن، حمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص، 124.

## المطلب الثاني : ضرورة إيجاد سوق للأوراق المالية الإسلامية

نظرا لطبيعة المعاملات المالية التي تقع في سوق أوراق المالية المعاصرة أو الوضعية و عدم توافقها مع الضوابط الشرعية جاءت الحاجة إلى إيجاد إطار للمعاملات على الأوراق المالية في إطار الضوابط الشرعية .

## الفرع الأول: الممارسات اللاأخلاقية في الأسواق التقليدية

من أهم صور الأضرار الموجودة في سوق الأوراق المالية التقليدية البيوع الصورية ، و الضرر و الغش وإتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية و الإحتكار و الربا ، و التي سوف نوجزها في ما يلي: (1)

## أولاً: الربا

يظهر الربا في سوق القطع (العملات و المعادن النفيسة) ، حيث يعمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف ، فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها أجلا ، و يودعونها في المصرف في هذا الأجل نظير ربا ، لهذا نجد الفرق بين سعر الصرف الأجل و سعر الصرف العاجل (الحاضر) يتوقف على فرق الربا(سعر الفائدة) ، حيث يلاحظ أن سعر الصرف الأجل دوما ذو علاقة عكسية مع سعر الفائدة ، و يظهر أثر الربا في سوق الأوراق المالية حينما ترفع الدولة سعر الفائدة بمعدل أكبر من العائد على الأوراق المالية ، فمعلوم أن مكونات السوق هي الأسهم و السندات فإذا إنخفضت قيمة السندات إرتفع سعر الفائدة ، و قد أشار كينز إلى العلاقة العكسية بين السعر السوقي للسندات و سعر الفائدة السوقي ، و إعتبرها كينز أنها (هذه العلاقة العكسية) هي السبب نحو التوجه للمضاربة على السندات و أنها سبب تحويل الأموال من الإستثمار الحقيقي إلى الإستثمار المالي و المضاربة على القيمة السوقية للسندات. و قد حرم الإسلام الربا و كل ما يوصل إليه في قوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ﴾ (٢٧٨) فَإِن لَّمْ

تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا

تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٨﴾ (٢).

و عن جابر (رضي الله عنه) قال: لعن رسول الله (صلى الله عليه وسلم) أكل الربا و موكله و كاتبه و شاهديه و قال: ((هم سواء)). (3)

1 - أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص-ص، 147-148.

2 - سورة البقرة ، الآية ، [278-279].

3 - الحديث من صحيح مسلم، بشرح النووي، ص، 82.

## ثانيا: البيوع الصورية أو المظهرية

أي هي خلق معاملات نشطة على سهم ما في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي على هذا السهم ، و ذلك كأن يقوم شخص ببيع أوراق مالية لشخص آخر على أن يتفق معه على إعادة شرائها في نفس اليوم بنفس السعر أو بسعر أعلى أو أقل حسب الإتفاق ، و الهدف من ذلك هو إيهاام المتعاملين بحدوث تغييرات حقيقية في سعر الورقة المالية و أن التعامل على هذه الورقة نشط و هذا خداع للمتعاملين في سوق أوراق المالية ، فهدفه تحقيق أرباح للمستثمرين المخادعين ، و قد نهى الشرع الحكيم عن مثل هذه المعاملات و التصرفات المخادعة التي لا تلتزم بأي أخلاق حميدة ، و تفسد المقصد و الوظيفة التعبدية المراد تحقيقها لعباد الله ، و هي الإستخلاف و إعمار الأرض و قد ينجم عن هذا النوع من المعاملات و التصرفات ما يلي: (1)

❖ الإضرار بالمنشأة و بالسوق من خلال خلق سعر لا يعبر عن واقع السوق أو المؤسسة و هذا تدليس للحقيقة .

❖ فيه خداع للمجتمع.

❖ فيه كسب خبيث ، حرام و قد حرم القرآن و السنة أكل مال الحرام.

❖ هو نوع من التناجش أي أن يزيد في ثمن الشيء من لا يرغب في شرائه و إنما ليغوي المشتري الحقيقي، فهذه الصورة البسيطة إذا قورنت بما يحدث في البورصة.

## ثالثا: الإحتكار

يظهر الإحتكار عند سعي المضاربون لجمع نوع واحد من الأوراق المالية في يد واحدة ، ثم التحكم في السوق، و إستغلال حاجة المتعاملين في السوق ، و ذلك بفرض سعر معين عليهم ، أو الانفراد بصناعة القرار في المنشأة المصدر لها، كما أن الأسعار التي يفرضها المحتكرون تمثل أسعارا غير عادلة، و تفتقر إلى العرض و الطلب وتضر بالسوق و بالمتعاملين به، لذا حارب الإسلام الإحتكار و جعله محرما و جريمة تستوجب الطرد من رحمة الله (2)، فعن ابن عمر (رضي الله عنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم ﴿الجالب مرزوق ، و المحتكر ملعون﴾.

## رابعا: اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق

1- حسين شحاته، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، القاهرة، ط1، 2001، ص-ص، 60-61.  
2- أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص- ص، 142-143.

تستهدف هذه الإتفاقيات إحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح ، بحيث تقوم مجموعة من الأشخاص بترويج إشاعات عن سوء حالة المنشأة المعينة بالأوراق المالية محل الإتفاق، ووفقا لهذه المعلومات يقوم العملاء بتخلص من هذا النوع من الأوراق المالية بسرعة من أجل تقليل مقدار الخسارة مما يزيد من عرضها و تنخفض أسعارها بشكل كبير و سريع ، ويقوم الملاحون أو المتآمرون بشراء تلك الأوراق المالية بعد أن تصل أسعارها إلى أدنى حد ، بعد ذلك ينشرون معلومات عن تحسن ظروف المؤسسة و تحقيق أرباح سنوية جيدة بهدف التأثير على أسعار أوراقها المالية التي هي بجوزتهم بغرض بيعها و تحقيق أرباح غير عادية و غير متوقعة.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية

نظرا لطبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية التقليدية و ما يشوبها من الحرام و الشبهات في أحيان أخرى جاءت سوق الأوراق المالية الإسلامية بضوابط و قواعد متمسدة من أحكام الشريعة الإسلامية التي ضبقت المعاملات بأحكام و قواعد تمتاز بقدرتها على تحقيق النفع لكل المستثمرين و للاقتصاد عامة.

أما المقصود بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية هي الأحكام و القواعد و الأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية ، و التي تحكم المعاملات في هذه الأسواق و غيرها ، أما المقصود بمصادر الشريعة الإسلامية هي القرآن الكريم و السنة النبوية الشريفة و رأي جمهور الفقهاء<sup>(2)</sup> و إجتهدهم في المسائل الحديثة في العصر ، و عموما ويمكن ذكر بعض الضوابط الشرعية للمعاملات في أسواق الأوراق المالية الإسلامية كما يلي:

✓ تجنب التعامل بالربا التي نهى عنها سبحانه و تعالى و حذر منها أشد تحذير في كتابه العظيم ، و كذلك نهى عنها النبي (صلى الله عليه وسلم) و جاءت حرمة الربا نظرا لما فيها من الظلم و الإستغلال ، و لما ينتج عنها من أضرار إقتصادية و إجتماعية عديدة.<sup>(3)</sup>

✓ عدم التعامل في الأوراق المالية غير الإسلامية كالسندات ، و صكوك التمويل ، و حصص التأسيس و ما في حكمها ، أو الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم كالتعامل بالربا ، أو إنتاج المحرمات ، أو المتاجرة بها<sup>(4)</sup>.

<sup>1</sup> - بن ضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص، 69.

<sup>2</sup> - عصام أبو نصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص، 11.

<sup>3</sup> - محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006، ص، 27.

<sup>4</sup> - أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص، 114.

- ✓ الصدق في التعامل و تقديم البيانات الصحيحة لأن الصدق فضيلة وخلق إسلامي أمر به كافة المسلمين، و قد وضع النبي (صلى الله عليه وسلم) جزاء الصدق و الصادقين فقال في ذلك<sup>(1)</sup>: ﴿البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما و إن كذبا و كتما محقق بركة بيعهما﴾<sup>(2)</sup>.
- ✓ تجنب بيع النجش وهو أن يزيد الرجل في ثمن السلعة دون أن يرغب في إشتراها و إنما ليضلل المشتري الحقيقي عن سعرها الحقيقي و هذا غش و خداع في المعاملات<sup>(3)</sup>.
- ✓ الوفاء بالعهود و العقود إذ إنه من مقتضيات حسن التعامل ، عرفا و شرعا ، الوفاء بالعهود و العقود و المواعيد و الوفاء بالديون في موعدها المتفق عليه و عدم المماطلة في السداد و ذلك لقوله تعالى ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ؕ أَحَلَّتْ لَكُمْ بَيْمَةَ الْأَنْعَامِ إِلَّا مَا يُتْلَىٰ عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحْلِي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ تَحْكُمُ مَا يُرِيدُ﴾<sup>(4)</sup>.
- ✓ إن الغاية لا تبرر الوسيلة ، فالإسلام لا يقبل الوصول إلى المعاملات الطيبة بالوسائل الخبيثة ، و لهذا فالإسلام يرفض جمع المال عن طريق حرام و إن تم إنفاقه في الخيرات و الطاعات<sup>(5)</sup> و الرسول (صلى الله عليه وسلم) يقول ﴿و لا يقبل الله إلا الطيب﴾.
- ✓ كما أن من أهم المبادئ أو الضوابط الشرعية للمعاملات في أسواق الأوراق المالية الإسلامية أو غيرها ، هو مبدأ الإباحة الأصلية ، فالشريعة قررت في قواعدها و ضوابطها الفقهية القاعدة الشرعية التي نصت على أن "الأصل في البيوع الإباحة" المنبثقة من الأصل العام "الأصل في الأشياء الإباحة" و هذا في كل شيء ، و كذلك الأمر بالنسبة للمسائل و العقود المستجدة في عصرنا فهي مقبولة شرعا ما لم تتعارض مع دليل شرعي من المصادر الأصلية أو لم يتطرق لها فقهاء الأمة من قبل و كان مما إقتضته مصالح الناس عامة و لم يشمل على مفسدة راجحة<sup>(6)</sup>.

1- حسين شحاته، عطية فياض، مرجع سابق، ص،52

2- الحديث أخرجه البخاري في كتاب البيوع، باب ما يمحق الكذب و الكتمان في البيع (صحيح البخاري مع فتح الباري، المجلد4، الحديث 2082.

3- محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص،25.

4- سورة المائدة، الآية رقم،1.

5- عصام أبو نصر، مرجع سابق، ص،16.

6- محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مداخلة في مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان "الواقع، تحديات المستقبل"

20- 21 مارس 2004 ، صنعاء ، ص،6.

## المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية

لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية كبيرة بالنسبة للفرد و المجتمع ككل و ذلك لما يلي:

أ- المسلمون في أنحاء العالم في أشد الحاجة إلى إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية ، التي تتوفر فيها الضوابط الشرعية السابقة ، و هذا من مقاصد الشريعة الإسلامية ليحافظوا على أموالهم التي يسألون عنها يوم القيامة و خاصة أن الأمة الإسلامية تتوفر على كل المقومات لإنشاء هذه السوق ، من الأموال الشركات و المؤسسات الإسلامية و صناديق الاستثمار الإسلامية<sup>(1)</sup> .

ب- هناك ضرورة معتبرة شرعية لإقامة أسواق للأوراق المالية الإسلامية لإنقاذ أموال المسلمين من الضياع و الابتزاز و الاستغلال من طرف الأسواق الغربية التي تستخدمها لتمويل مخططاتهم.

ت- إيجاد وعاء استثماري شرعي لتدويل و ترويج مال المسلمين ، و هذا من أهم أهداف و مقاصد الشريعة الإسلامية في تنمية المال و استثماره<sup>(2)</sup> ، و بما أن أموال المسلمين موجود بعضها في المؤسسات المالية و البنوك الإسلامية فان هذه الأخيرة لا يمكنها الإستثمار في أسواق الأوراق المالية التقليدية بسبب إختلاف الضوابط الشرعية للعمل، فإن وجود سوق أوراق مالية إسلامية يضمن إستثمار هذا المال و تنميته ، و خاصة إذا دعمت بأسواق تداول (أسواق ثانوية) تضمن تصريف المنتجات المالية الإسلامية<sup>(3)</sup> .

ث- تأخذ أسواق الأوراق الإسلامية على عاتقها المشاركة الفعالة في التنمية الإقتصادية خاصة في الأقطار التي تعمل ضمنها ، حيث أن موضوع التنمية ليست عملية إنتاج فحسب ، و إنما هي عملية كفاية في الإنتاج مصحوبة بعدالة في التوزيع<sup>(4)</sup> .

ج- تكمن أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى كونها تمثل فرصة جيدة للمستثمر المسلم ، حيث يتمكن من تنويع محفظته المالية و إختيار الأوراق المالية الشرعية ، مما يقلل من خسائره و مخاطره و زيادة عائداته<sup>(5)</sup> .

<sup>1</sup>- حسين شحاته، عطية فياض، مرجع سابق، ص 101.

<sup>2</sup>- محمد أمين ولد عالي ، مرجع سابق ، ص، 129

<sup>3</sup>- بشير محمد فضل الله، تجربة البنوك الإسلامية في دعم التنمية في الدول الإسلامية، منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه جدة، السعودية، 11 أفريل 2006، ص، 22.

<sup>4</sup>- محمد صربي هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم و السندات)، دار النفائس، عمان، ط2، 2009، ص، 70.

<sup>5</sup>- جاسم على سالم الشامسي، سوق الأوراق المالية الإسلامية في ضوء قرارات مجمع النفق الإسلامي بين الأمل و الواقع، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية، 2005، ص، 6.

## المبحث الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية و آليات عملها

سوق الأوراق المالية الإسلامية من الأسواق الإسلامية الحديثة ، فهي لم تكن معروفة من قبل في تاريخ الأمة الإسلامية على خلاف الأسواق الأخرى ، لذلك فإنها تحتاج إلى وجود هيئة إدارة و هيئة مراقبة محاسبية و هيئة شرعية تنظم عملها و تكون نقطة تميزها عن الأسواق المعاصرة في مجال الأوراق المالية، لذلك سوف يتعرض هذا المبحث إلى أهمية الرقابة الشرعية و القانونية في سوق الأوراق المالية ، و كذا طبيعة المعاملات التي تتم في الأسواق المعاصرة و تكيفها الشرعي في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

## المطلب الأول: الرقابة القانونية و الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

## الفرع الأول: الرقابة القانونية للسوق.

## أولاً: تعريف الرقابة القانونية.

"هي الإشراف و الفحص و المراجعة من جانب سلطة أعلى ، لها الحق في التعرف على سير العمل داخل السوق للتأكد من حسن إستخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها ، و أن الإجراءات تحصل طبقاً للنظم المعمول بها و للتأكد من مدى تحقق الأهداف المشروعة بكفاءة ، بغرض المحافظة على الأموال و التأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال و المراكز المالية و تحسين معدلات الأداء ، و للكشف عن المخالفات و الانحرافات و البحث في الأسباب التي أدت إلى حدوثها و إقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلاً".<sup>(1)</sup>

" الرقابة التنظيمية السابقة لعمليات التداول و هي وضع أطر و تنظيمات الواجب الإلتباع لمنع التلاعب و الغش و الحد من العمليات غير المشروعة ، و سواء كانت هذه التنظيمات عبارة عن قوانين أو لوائح أو قرارات إدارية صادرة من رئيس هيئة السوق الأوراق المالية".<sup>(2)</sup>

## ثانياً: التكيف الشرعي للرقابة القانونية.

تعتبر الرقابة القانونية رقابة جديدة على الفقه الإسلامي و على شريعتنا ، و لكنها تدخل في الحسبة و مهمة المحتسب و هي مراقبة الأسواق و منع التلاعب و الممارسات المحظورة شرعاً ، و منها نقل الإشاعات و الترويج للمحرمات و منع التعامل بالبيع الفاسدة ، و غير ذلك.<sup>(3)</sup>

و قد دعا مجمع الفقه الإسلامي في قراره بشأن السلع الدولية و ضوابط التعامل فيها، دعا سوق دبي إلى تفعيل المراقبة على هذه السوق ، حيث أن طبيعة سوق دبي هي من الأسواق الإسلامية ، إذ ثمن مجمع الفقه

<sup>1</sup> - محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص، 342.

<sup>2</sup> - نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية و المحافظ المالية، دار النهضة العربية، 2003، ص، 130.

<sup>3</sup> - محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص - ص، 144-345.

الإسلامي كذلك دور حكومة دبي في إيجاد هذه السوق الإسلامية ، وسعيها إلى أن تكون هذه السوق مكان الإجراءات المعاملات وفق أحكام الشرعية الإسلامية.

و منه نلاحظ أن عملية المراقبة القانونية ، تشبه أو هي ضمن الحسبة في الإسلام ، و الحسبة هي "ولاية الأمر بالمعروف و النهي عن المنكر و إصلاح بين الناس" ، و لها تعريفات كثيرة بسطها العلماء في مصنفاتهم و لكنها تدور حول هذا المعنى ، إذ يقول شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله "أصل ذلك أن تعلم أن جميع الولايات في الإسلام مقصودها أن يكون الدين كله لله و أن تكون كلمة الله هي العليا"<sup>(1)</sup>

ثالثا: وظائف المُحْتَسِب (المراقبة القانونية) في مجال أسواق الأوراق المالية الإسلامية: و هي كما يلي:<sup>(2)</sup>

- تنظيم حركة البيع و الشراء في الأسواق و إصدار كل القوانين التجارية و المالية.
- تنظيم و تقنين حركة السماسرة و الدالين و أرباب الصناعات و مراقبة المنتجات المالية.
- تنظيم الأسعار و محاربة أي شكل من أشكال الإحتكار.
- محاربة و معاقبة المتعاملين الذين يمارسون البيوع الفاسدة و المحرمة كعقود الربا ، و الغرر و التدليس في الأثمان.

الفرع الثاني: الرقابة الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

تعتبر الرقابة الشرعية رديفة للرقابة القانونية على المؤسسات و الأسواق الأوراق المالية الإسلامية ، و هي متطابقة إلى حد كبير مع الرقابة القانونية ، و خاصة بالنسبة للجهة المسؤولة على الرقابة و الفحص و المراجعة للأدوات المالية و العمليات المعمول بها في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، كما تعتبر الرقابة الشرعية من أهم الوظائف الرقابية التي لا تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية من دونها.<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، الإجتهد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، دار ابن الحزم، بيروت، 2008، ط1، ص، 377.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص-ص، 379-380.

<sup>3</sup> - محمد أمين ولد عالي، مرجع سابق، ص، 350.

أولاً: تعريف الرقابة الشرعية.

يمكن تعريف الرقابة الشرعية بأنها "التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوي الصادرة و القرارات المعتمدة من جهة الفتوى".<sup>(1)</sup>

"هي الأعمال التي تقوم بها هيئة الرقابة و التي هي جهاز مستحدث في المؤسسات و الأسواق المالية الإسلامية، و من خلال مراقبة مدى تطابق أعمال المؤسسات الإسلامية و بما في ذلك، البورصة لأحكام التشريعية الإسلامية"<sup>(2)</sup>

و تعرف الرقابة الشرعية بأنها: "متابعة و فحص و تحليل كافة الأعمال و التصرفات و السلوكيات التي يقوم بها الأفراد و الجماعات و المؤسسات و الوحدات و غيرها ، للتأكد من أنها تتم وفقاً لأحكام و قواعد الشريعة الإسلامية"<sup>(3)</sup>.

ثانياً: أعضاء هيئة الرقابة الشرعية

قبل التطرق إلى كيفية تعيين و تشكيل هيئة الرقابة الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية لابد من ذكر أهم هيئات الرقابة الشرعية الموجودة على مستوى أسواق المال الإسلامية في الدول الإسلامية و من هذه المؤسسات هيئة المراجعة و المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، و مجلس الخدمات المالية الإسلامية ، الوكالة الدولية للتصنيف و المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية ، و مركز التحكيم الدولي للمؤسسات المالية الإسلامية في دبي<sup>(4)</sup>

أما أعضاء هيئة الرقابة الشرعية يتم تعيينهم عادة من طرف الجمعية العمومية ، أو مجلس إدارة السوق الإسلامية، كما يحدد القانون المنظم للسوق أعضاء هذه الهيئة وصفاتهم و إختصاصاتهم ، و كذلك يحدد طرق عملهم من حيث الإجتماعات و طرق التصويت على القرارات ، فمثلاً في سوق دبي المالي يقوم مجلس الإدارة بترشيح هيئة شرعية و تصوت عليها الجمعية العمومية و تعينها ، أما قانون سوق ماليزيا و البحرين ينص في المادة 32 سنة على وجوب أن تتكون هيئة رقابة شرعية، يعينها المجلس المسمى بـ «مجلس السوق المالية الإسلامية

<sup>1</sup> - جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، غير منشورة، 2007/2006، ص،60.

<sup>2</sup> - محمد وجيه الحيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس، الأردن، 2010، ط1، ص231.

<sup>3</sup> - جعفر سحاسورياني صفر الدين، مرجع سابق، ص،60.

<sup>4</sup> - مجلة الاقتصاد الإسلامي، تقرير البنك الإسلامي للتنمية، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص،23.

العالمية» وأن تكون على النحو التالي: "خمسة أعضاء متخصصين في الشريعة الإسلامية، و تختار هذه الهيئة رئيساً لها من بين الأعضاء في الهيئة"<sup>(1)</sup>.

### ثالثاً: صلاحيات هيئة الرقابة الشرعية

تطلع هيئة الرقابة الشرعية بعدة وظائف تؤديها في مجال تنظيم الأسواق الأوراق المالية الإسلامية و هي كما يلي<sup>(2)</sup>:

أ- مراقبة أنشطة السوق و التأكد من أن المعاملات تتم وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، و تعمل الهيئة الشرعية للرقابة مع هيئة الإدارة للسوق من أجل تطوير موارد السوق و أدواتها وفقاً للشريعة.

ب- تعتبر الهيئة مركزاً للإستشارة و المراجعة للهيئة الإدارة السوق الأوراق المالية الإسلامية ، كما أن هيئة الرقابة الشرعية أيضاً مسؤولة عن إبداء النصيحة المباشرة للمستثمرين المسلمين ، لاسيما مساعدتهم على إتخاذ القرارات الاستثمارية، و هو المعمول به في سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا.

ت- إن الهيئة المخولة بالرقابة الشرعية تعتبر هي الجهة الوحيدة المكلفة بإصدار القرارات فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية في الأسواق.

ث- الرد على الأسئلة و الإستفسارات المطروحة و التي لها علاقة بالسوق لاسيما الأحكام الفقهية ، و الرد على الأسئلة الواردة من أعضاء هيئة الإدارة أو الموظف في السوق ، و عموماً يمكن تقسيم عمل هيئة الرقابة الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية إلى جانبين كبيرين مهمين هما:

◆ دراسة و تحليل الأدوات المالية القائمة في الأسواق التقليدية و العمل على تكيفها وفق أحكام الشريعة، خاصة بالنسبة للأدوات الاستثمارية التي تتعارض مع أحكام الشريعة مثل الأسهم الممتازة و السندات و غيرها من الأدوات التقليدية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة ، (بالنسبة للأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية سوف يتم تفصيلها في الفصل اللاحق).

◆ إستحداث أدوات مالية شرعية جديدة ، و التي لا يتعامل بها في الأسواق التقليدية بل تكون هذه الأوراق موجهة بالخصوص للتداول و تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية ، و تلعب هيئة المراقبة الشرعية دوراً عظيماً في إيجاد هذه الأدوات الحديثة و البديلة للأدوات المحرمة و المتداولة في

<sup>1</sup> - محمد أمين ولد عالي، مرجع سابق، ص-ص، 352-353.

<sup>2</sup> - جعفر سحاسورياني صفر الدين، مرجع سابق، ص 67.

الأسواق التقليدية مثل السندات و غيرها (كذلك سوف نفضل في البدائل الشرعية للأدوات الاستثمار المحرمة في الفصل اللاحق).

### المطلب الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتم في سوق الأوراق المالية الإسلامية عمليات مثل التي تتم في سوق الأوراق المالية المعاصرة، لكن الإختلاف الجوهرى بينها هو الضابط الشرعى لهذه العمليات ، فإن كانت هذه العمليات قائمة في السوق المعاصرة جائزة شرعا يتم العمل بها في السوق الإسلامية، وإلا إن لم تكن كذلك يتم تكييفها شرعا من أجل تجنب المخلفات الشرعية التي قد تشوبها و من هذه العمليات ، السمسرة ، المضاربة ، أوامر السوق ، و تسعير الأوراق المالية الإسلامية.

### الفرع الأول : السمسرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

#### أولا: تعريف السمسرة إصطلاحا

يعرف السمسار أو السمسرة على أنه " الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين الطرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية ، و البضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكا له ، لا تنقل إلى عهده ، و لا يتصرف بإسمه بل بإسم عملائه في كلا الجانبين.<sup>(1)</sup>

كما يدور مفهوم السمسار حول " الأشخاص العاديين (طبعين) أو شركات و مؤسسات (معنوية قانونية) لهم دراية في شؤون البورصة و حركة الأوراق المالية ، و هو موكلون من طرف المستثمرين للقيام بالبيع أو الشراء من أجل جني الأرباح ".<sup>(2)</sup>

السمسار أو السمسرة هي "عقد بمقتضاه يتعهد السمسار لعمله بالبحث عن شخص يقبل هذا الأخير التعاون مع العميل ، أو إقناع شخص عن طريق التفاوض بالتعاقد مع عميله مقابل أجر يتقاضاه منه".<sup>(3)</sup>

يعرف الدكتور أحمد محي الدين أحمد السمسار بأنه : "الشخص الذي يمتلك مؤهلات محددة و مواصفات معينة ، يتلقى الأوامر من العملاء بالبيع و الشراء و يقوم و بمساعدة معاونيه بتنفيذها لهم داخل المقصورة مقابل سمسرة (عمولة) محددة بلائحة ، و يحق له أن يمارس مهنته منفردا ، أو كشريك متضامن في شركة أشخاص أو شركة عامة غير محدودة المسؤولية".<sup>(4)</sup>

1 - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 55.

2 - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، مرجع سابق ، ص، 367.

3 - عطية فياض، مرجع سابق، ص، 60.

4 - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص، 328.

ثانيا: وظائف السمسار و خصائص عقد السمسرة

يمكن ذكر وظائف السمسار في سوق الأوراق المالية كما يلي:<sup>(1)</sup>

- تقديم المشورة و النصح للعملاء في نشاط سوق الأوراق المالية.
  - تقديم و إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل إسم الشريك الجديد.
  - الإكتتاب في الشركات الجديدة نيابة عن العملاء.
  - العمل على حفظ أسرار العملاء.
  - إتمام الصفقة بشكل قانوني و مرض للعميل
  - كذلك يمكن أن تقدم بيوت السمسرة الخدمات التالية:<sup>(2)</sup>
    - حفظ و حماية الأوراق المالية للعميل.
    - تحصيل العوائد المالية في تاريخ إستحقاقها.
    - توفير المعلومات اللازمة عن أسعار الأوراق المالية في السوق للعميل.
- أما خصائص عقد السمسرة فهي:<sup>(3)</sup>

- عقد السمسرة عقد معاوضة ، لأن كلا طرفين يسعيان للحصول على مقابل لما يؤديه و لكن العقد إحتمالي ، فقد يفشل السمسار في عمله فلا يأخذ العمولة.
- إستقلالية السمسار عن العميل ، فهو لا يخضع لإشرافه و لا يعمل تحت إدارته ، بل يياشر عمله مستقلا من العميل.
- عمل السمسرة عقد تجاري مهما كان القائم به سواء شخص طبيعي أو شخص معنوي.

ثالثا: عملية السمسرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

من خلال العرض السابق لتعاريف السمسار و السمسرة و وظيفته ، يتبين أن السمسرة تعني التوكيل الذي يعطيه العميل للسمسار لبيع أو شراء أوراق مالية معينة نيابة عنه ، و من هذا المنطلق فإن عمل السمسار في سوق الأوراق المالية يدخل في باب الوكالة و في ما يلي التكيف الفقهي لعمله

<sup>1</sup> - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، مرجع سابق، ص، 371.

<sup>2</sup> - عصام ابو نصر، مرجع سابق، ص، 42 .

<sup>3</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص، 61.

## أ- السمسار في اللغة

السمسار كلمة فارسية معربة تطلق على معاني مختلفة منها ، القيم بالأمر و الحافظ له ، و في البيع: الذي يدخل بين البائع و المشتري متوسطا لإمضاء البيع.<sup>(1)</sup>

كما جاء في تاج العروس: "السماسرة مفرد سمسار، و هو متوسط بين البائع و المشتري لإمضاء البيع و هو الذي يسميه الناس الدلال ، فإنه يدل المشتري على السلع و يدل البائع على الأثمان و قيل هو القيم على الشيء".<sup>(2)</sup>

## ب- السمسار في الفقه الإسلامي: (الإصطلاح الشرعي)

لا تعتبر كلمة سمسار من الألفاظ المستحدثة فلقد أستعملت بمدلولها اللغوي و الاصطلاحي من قديم و من ذلك:<sup>(3)</sup>

عن قيس ابن أبي عزة الكناني قال "كنا نبتاع بالأسواق فخرج علينا رسول الله (صلى الله عليه وسلم) فسمانا بالتجار".

وَسئِلُ ابن عباس كيف يكون بيع حاضر لباد ؟ فقال : أن يكون له سمسارا و كما جاء في شرح ألفاظ البخاري " السمسار هو القيم بالأمر ، الحافظ له ، ثم غلب إستعماله (لفظ سمسار) على المتولي للبيع و الشراء مقابل أجرة"

## ج- الحكم الشرعي لسماسرة الأوراق المالية

يصنف عمل السمسارة و الوسطاء كما في سوق الأوراق المالية في الفقه الإسلامي ضمن عقد الوكالة بأجر فهو جائز شرعا ، حيث ناقش الفقهاء و الباحثون هذا التكييف الشرعي لعمل السمسار و قد إعتبر بعضهم أن عمل السمسار يدخل ضمن الوكالة المطلقة في البيع و الشراء، كما إعتبروا أن شروط السمسرة في البورصة توافق شروط الوكيل في الفقه الإسلامي ، و ذلك لدخول تلك الشروط تحت أصل إسلامي و هو إسناد الأمر إلى أهله و مبدأ إتقان العمل، إذا فيجوز العمل كسمسار أو وسيط ، و يجوز التعامل مع السماسرة و الوسطاء.<sup>(4)</sup>

و دليل جوزا الوكالة أو عمل السمسرة بما أنها تدخل ضمن باب الوكالة كما ذكرنا سابقا، و ذلك في قوله تعالى ﴿وَكَذَلِكَ بَعَثْنَاهُمْ لِيَتَسَاءَلُوا بَيْنَهُمْ ۚ قَالَ قَائِلٌ مِّنْهُمْ كَمْ لَبِئْتُمْ ۗ قَالُوا لَبِئْنَا يَوْمًا أَوْ بَعْضَ يَوْمٍ ۗ قَالُوا

<sup>1</sup> - شعبان محمد اسلام الرواري، مرجع سابق، ص،60.

<sup>2</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص،74.

<sup>3</sup> - أحمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص،365.

<sup>4</sup> - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، مرجع سابق، ص،372.

رَبُّكُمْ أَعْلَمُ بِمَا لَبِثْتُمْ فَابْعَثُوا أَحَدَكُمْ بِوَرِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ فَلْيَنْظُرْ أَيُّهَا أَزْكَى طَعَامًا فَلْيَأْتِكُمْ بِرِزْقٍ مِنْهُ وَلْيَتَلَطَّفْ وَلَا يُشْعِرَنَّ بِكُمْ أَحَدًا ﴿١﴾ ، و من السنة النبوية ، ما رواه البخاري عن أبي حميد الساعدي ﴿ أن النبي صلى الله عليه وسلم إستعمل ابن التبية على صدقات بني سليم ﴾ ، و كذلك ما روي عن حبيب بن ثابت عن حكيم بن حزام ﴿ أن النبي صلى الله عليه وسلم بعثه ليشتري له أضحية بدينار، فاشترى أضحية فريح فيها دينار فاشترى أخرى مكانها فجاء بالأضحية و الدينار إلى الرسول الله صلى الله عليه و سلم فقال : ضحى بالشاة و تصدق بالدينار ﴾ .

#### د- طريقة تحديد أجرة السمسرة

تتم محاسبة عمولة السمسار في بورصة الأوراق المالية بإحدى الطريقتين: (2)

◆ تحديد نسبة من مبلغ البيع أو الشراء.

◆ تحديد مبلغ معين عن كل صفقة بيعها السمسار أو يشتريها.

و قد اختلف الفقهاء في تحديد عمولة أو أجر السمسار بنسبة إلى قولان:

**الأول:** الشافعية و المالكية و الحنفية، قالوا بعدم جواز تحديد الأجرة أو العمولة بنسبة ، فالإجارة بهذه الطريقة غير صحيحة.

**الثاني:** الحنابلة و بعض المالكية قد أجازوا تحديد نسبة معلومة و إستدلوا بحديث ابن عمر: ﴿ أن رسول الله صلى الله عليه وسلم عامل أهل خبير بشرط ما يخرج من تمر و زرع ﴾ ، فلم يكن أهل خبير يعرفون مقدار الخارج، فقد يزيد أو ينقص، إلا أنهم كانوا يعلمون مقدار ما لهم و هو الشرط.

و في هذا قد رجح الدكتور شعبان محمد إسلام البرواري القول الثاني و ذلك لعدم وجود الجهالة في البورصة، لأنه غالب ما يحدد عدد و ثمن الأوراق المالية ، و بالتالي فإن عمولة السمسار في شكل نسبة تكون معلومة.

أما بالنسبة للطريقة الثانية و هي تحديد مقدار معين عن كل صفقة ، فقد أجاز المالكية و الشافعية والحنابلة ، و أما الحنفية فقد إعترضوا على هذه الطريقة في تحديد عمولة السمسار و ذلك لأنها و بحسبهم تمنع السمسار من ثمن عمله فقد ذهب ابن عباس إلى عدم تحديد مبلغ معين عن كل صفقة، حيث جاء في فتح الباري في باب أجر السمسرة: " و قال ابن عباس لا بأس أن يقول بع هذا الثوب ، فما زاد على كذا و كذا فهو لك " .

<sup>1</sup> - سورة الكهف، الآية 19.

<sup>2</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص- ص، 63، 62.

وفي هذا السياق بين المذاهب في الإجازة و المنع فقد رجح الدكتور شعبان إسلام البرواري رأي أغلبية الجمهور من المالكية و الشافعية و الحنابلة و منه فقد أجاز تحديد مبلغ معين كعمولة أو اجر للسمسار.

### الفرع الثاني: المضاربة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تجدر الإشارة هنا إلى أننا بصدد الحديث على المضاربة في أسواق الأوراق المالية المعاصرة (الوضعية)، و موقف الفقه منها و مكانها في أحكام المعاملات في الشريعة الإسلامية.

#### أولاً: تعريف المضاربة

المضاربة في البورصة (في سوق الأوراق المالية المعاصرة) هي المخاطرة على سعر السلعة (مهما كانت، أوراق مالية، سلع....)، و هي إما مضاربة بالصعود، أي أن المضارب يشتري بسعر و يتوقع أن يرتفع السعر في ما بعد فيبيع ما إشتراه لاحقاً بسعر مرتفع و يقبض الفرق، أما المضاربة بالهبوط و هي أن يبيع المضارب بالسعر الحالي المرتفع حسب توقعاته أن السعر المستقبلي سوف ينخفض، بالتالي يشتري حين ينخفض السعر و منه يقبض الفرق بين سعر البيع المرتفع و سعر الشراء المنخفض.<sup>(1)</sup>

يقصد بالمقاربة Spéculation بيع و شراء الأوراق المالية بقصد الاستفادة من تقلبات الأسعار صعوداً و هبوطاً في الأجل القصير، أي أن المضاربة لا تهدف إلى الحصول على الربح الحقيقي من الورقة، و هو مقابل ما تمثل في أصول الشركة و إنما تهدف إلى الحصول على الربح الناتج من الصعود غير العادي في قيمة الورقة، كما أن المضارب لا يسعى إلى إمتلاك الورقة المالية و لا حتى إستلامها، و إنما يرحم ناتج عن حركة الأسعار معتمداً في ذلك على قدرته على التنبؤ و إنتهاز فرص الكسب و تجنب الخسائر.<sup>(2)</sup>

و تعرف المضاربة بأنها "عمليات البيع و الشراء التي لا تتم بغرض إستثمار الأموال عن طريق إقتناء الصكوك لفترة معينة أو التخلص منها، و إنما بغرض تحقيق أرباح سريعة (الساخنة) عن طريق الاستفادة من تقلبات الأسعار و التي غالباً ما تكون مفتعلة".<sup>(3)</sup>

#### ثانياً: الفرق بين المضاربة و الاستثمار.

يمكن ذكر نقاط الاختلاف بين المضاربة و الاستثمار كما يلي:<sup>(4)</sup>

أ- مقدار العائد: فالعائد المتوقع من المضاربة أكبر من العائد المتوقع من الإستثمار، كما يتسم العائد بعدم الدورية و عدم الثبات، أما العائد من الاستثمار فهو يتسم بالدورية و الثبات.

1- محمد احمد حلمي الطواي، البورصات و سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001، ص، 20.

2- عصام أبو نصر، مرجع سابق، ص- ص، 77-78.

3- محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، مرجع سابق، ص، 349.

4- عصام أبو نصر، مرجع سابق، ص- ص، 78-79.

ب- **درجة المخاطرة:** فدرجة المخاطرة في المضاربة أعلى بكثير من درجة المخاطرة في الإستثمار ، و لذلك فان المستثمرين لا يشترون الأوراق المالية إلا بعد التأكد من قوة المركز المالي للشركة، و القدرة على الوفاء بالإلتزاماتها القصيرة و المتوسطة و الطويلة الأجل.

ج- **الفترة الزمنية:** فترة المضاربة أقصر من فترة الإستثمار، حيث تتراوح الفترة في المضاربة من يوم إلى عدة أشهر، في حين تمتد في الإستثمار إلى ثلاثة سنوات فأكثر.

**ثالثا: المضاربة في ميزان الفقه الإسلامي.**

من خلال ما سبق من تعريف المضاربة في الأسواق المعاصرة، و كذا بعد ذكر الفرق بينهما و بين الإستثمار المشروع لا يمكن أن تكييف المضاربة من الناحية الفقهية باعتبارها مضاربة شرعية أي حالاً ، لأنها تعتمد على المقامرة و المخاطرة البحتة بالإضافة إلى نية المضارب هنا السيئة لأنه يسعى من خلال عمله إلى تحقيق أكبر ربح وبأي طريقة و بأي وسيلة حتى و لو كلفه الأمر إدخال الإشاعات و ترويجها في الأسواق من أجل تحريك الأسعار هبوطاً أو صعوداً ، كما أن المضاربة في أسواق الأوراق المالية الدولية عقودها تقوم على عنصر المخاطرة و هي عقود محرمة أو منهي عنها في الشرع كالبيع على المكشوف و البيع الصوري ، و البيع قبل القبض.<sup>(1)</sup>

وإن كان الفقه الإسلامي و مفكره قد ناقشوا حكم المضاربة و تكييفها الشرعي حيث كان من بين المفكرين الإسلاميين الذي قالوا بعد جواز الحكم على المضاربة بأنها حالاً مرة واحدة أو حراماً مرة واحدة ، إلا بعد التفصيل في بعض الأعمال و الشروط الفقه في المضاربة التي قد تجعلها من قبيل الأعمال الجائزة في سوق الأوراق المالية، هو الدكتور محمد عبد الحكيم و في هذا الصدد كي تأخذ المضاربة في الأسواق صفة المتاجرة في الفقه الإسلامي فإنه يتم تقسيمها إلى مضاربة مشروعة (متاجرة في الفقه الإسلامي) و مضاربة غير مشروعة.<sup>(2)</sup>

أ- **المضاربة المشروعة:** و هي الاستفادة من فروق الأسعار ، و لكن ذلك لا يكون إلا بتوفر الشروط التالية:

أ-1- **الشرط الأول:** أن يكون عقد المضاربة حقيقياً لا صورياً ، و أن يحدث أثره عاجلاً أو أجلاً أي أن تنتهي عملية المضاربة بالتملك الحقيقي للثمن و المثمن ، لا أن تنتهي بالتسويات النقدية ، و في هذا الإطار يتم وضع القاعدتين التاليتين:

**القاعدة الأولى:** إذا إنتهت المضاربة بالتسليم و التسلم الحقيقي فالغرض من المضاربة مشروع

**القاعدة الثانية:** إذا إنتهت المضاربة بالتسويات الحسابية فالغرض من المضاربة غير مشروع و تدخل في نطاق المقامرة.

<sup>1</sup> - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، مرجع سابق، ص-ص، 351-352.

<sup>2</sup> - محمد وجيه الحنيني، مرجع سابق، ص، 56.

أ-2- الشرط الثاني: أن تكون الاستفادة من فروق الأسعار ناتجة عن محددات العرض و الطلب الحقيقي ، لا بأسباب مصطنعة من شأنها أن تشوه القيم الحقيقية للأصول المتداولة ، و محددات العرض و الطلب الحقيقي هي التي تتأثر سلبا أو إيجابا بأداء الشركة ، بحيث تساوي أو تقرب القيمة السوقية بالقيمة الحقيقية لأصول الشركة وما لم يتم التقيد بهذين القيدين فالمضاربة غير مشروعة.

### الفرع الثالث: تسعير الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعير ، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى العرض و الطلب في السوق ، فإن سعر الورقة عندما يتحدد في سوق الأوراق المالية قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية ، و ربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط ، نظرا لتعدد العوامل التي تدخل في تحديد سعر الورقة المالية و من هذه العوامل ، قوى العرض و الطلب و المركز المالي للجهة المصدرة للورقة ، الحالة الإقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه الجهة المصدرة للورقة المالية، العائد المتوقع من فرص الإستثمار و سعر الفائدة<sup>(1)</sup> و توجد عدة طرق لتحديد أسعار الأوراق المالية و المتبعة في سوق الأوراق المالية.

#### أولاً: التسعير بالنداء (Quotation by action)

فمثلا في سوق لندن يتم العمل بأسلوب النداء ، و ذلك بأن يجتمع الوسطاء في ردهة التداول و ينادون بأعلى أصواتهم بالعروض و الطلبات التي يجوزتهم ، و يرفقون مناداتهم الشخصية هذه بإشارة من اليد و ذلك بوضع الساعد أفقيا في إتجاه الجسم في حالة الشراء و رأسيا في حالة البيع ، بينما لا يود كثير من الوسطاء الإفصاح عن رغبتهم في البيع أو الشراء ، بل يكتفون بالنداء عن الورقة المالية التي يتعاملون بها ، فإذا ما إتفق وسيطان على سعر همس كل منهما في إذن وسيط ثالث ليعلمه فيما إذا كان نداؤه عن عرض بيع أو شراء فإذا ما توافق أبرما ، الصفقة بينهما ، و أعلننا سعر التبادل للجنة الأسعار التي تقوم بتدوينه و الإعلان عنه.<sup>(2)</sup>

ثانيا: التسعير بالمقارنة: (Quotation by fiscing) يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها ، و تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية ، و حدود الأسعار المعروضة ، و ذلك عن طريق وسيط متخصص.<sup>(3)</sup>

1 - شعبان محمد إسلام الرواري، مرجع سابق، ص،75.

2 - احمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص،451.

3 - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص،76.

## ثالثاً: التسعير بالصندوق (Quotation by box)

و هو من قبيل التسعير بالمقارنة و يتم اللجوء إليه عندما تكون عروض البيع و طلبات الشراء كبيرة و متعددة ، في هذه الحالة يتلقى الموظف المختص قصاصات ورقية من الوسطاء تحوي عدد الأسهم التي يريدون التعامل بها و حدود الأسعار التي يرضونها ، و توضع هذه القصاصات في صندوق خاص يفتح لوقت محدد ، تقوم بعد ذلك لجنة السوق يفرز العروض و الطلبات و تحديد الأسعار.<sup>(1)</sup>

## رابعاً: موقف الشريعة الإسلامية من تحديد الأسعار

سوف نحاول التفصيل في بعض الجوانب المتعلقة بتحديد الأسعار أو التسعير في سوق الأوراق المالية كمايلي:

أ- من حيث الإجراءات الإدارية و التنظيمية كعلانية الأسعار و وضع جدول للأسعار و طبعا و توزيعها يوميا على جمهور المتعاملين في البورصة ، و تشكيل لجنة مراقبة لذلك ، فهذا الأمر يدخل في دائرة المباح التي يجوز لولي الأمر تنظيمها بما يحقق المصلحة العامة.<sup>(2)</sup>

ب- من حيث اعتماد نظام تسعير في سوق الأوراق المالية على مستوى العرض و الطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها ، أمر متفق على ما جاءت به الشريعة الإسلامية ، فالتنافس المشروع بين المتعاملين في السوق جائز في الإسلام ، و الأصل في الإسلام عدم التدخل يفرض سعر معين للأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث أن التعامل في شريعة الإسلام مبنية على الحرية و صحة ما يتراض عليه المتعاقدان، و التراضي الكامل لطرفي العقد يعني ترك تحديد السعر لظروف العرض و الطلب ، و في هذا منع للضرر الذي يعيق حركة التعامل في الأسواق فضلا عن الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع و المنتجات<sup>(3)</sup>، بقول الله تعالى ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٨﴾﴾<sup>(4)</sup>.

و قال أنس (رضي الله عنه): غلا السعر على عهد رسول الله (صلى الله عليه و سلم) فقالوا: يا رسول الله سعر لنا فقال: ﴿إن الله هو المسعر القابض الباسط الرزاق و إني لأرجوا أن ألقى ربي و ليس أحد منكم يطلبني بمظلمة في دم و لا مال﴾، و منه فإن التسعير في الإسلام غير جائز في الأوضاع الطبيعية و العادية المعروفة و التي

1- احمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص، 454.

2- عطية فياض، مرجع سابق، ص، 285.

3- اشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص-ص، 109-110.

4- سورة النساء، الآية رقم، 29.

تؤدي إلى ضرر أو هلاك وإفساد أموال الناس ، و منه فإن الناس مسؤولون على أموالهم و التسعير حجر عليهم ، و الإمام أو ولي الأمر مأجور برعاية مصلحة المسلمين.<sup>(1)</sup>

**ج-** إذا تدخلت سلطة معينة في تحديد أسعار الأوراق المالية فان هذا غير جائز في الأوضاع العادية الطبيعية ولقد أستدل بالحديث السابق عن أنس كثير من الفقهاء للقول بعدم إختصاص ولي الأمر في التدخل لتحديد أسعار السلع و الخدمات و الأوراق المالية ، إذ يرى الخنابلة أنه ليس للإمام أن يسعر على الناس و كذلك المالكية هم على هذا الرأي ، و يقول ابن تيمية **﴿**إن كان الناس يبعون سلعهم على الوجه المعروف من غير ظلم منهم وقد إرتفع السعر إما لقلّة الشيء ، و إما لكثرة الخلق فهذا إلى الله و إلزام الخلق بأن يبيعوا بقيمة معينة إكراه بغير حق**﴾** أما إذا إرتفعت أسعار الأوراق المالية بشكل كبير جدا و غير طبيعي بسبب تأثرها بعوامل أخرى غير موضوعية كعمليات التناجش و البيع الصوري و الإشاعات و ترويج معلومات مغالطة مما يدفع أسعار الأوراق المالية إلى المستويات غير طبيعية ، في هذه الحالة لا يقف ولي الأمر متفرجا ، إذ أن تدخل ولي الأمر في تحديد الأسعار للأوراق المالية تدير إجتهادي يستخدم من غير أضرار و لا تعسف عندما تطرأ ظروف إستثنائية تؤثر سلبا على قوى العرض و الطلب قد تؤدي هذه الظروف إلى خلق أزمة اقتصادية أو إستفادة طبقة صغيرة جدا بشكل كبير و مفاجئ و غير طبيعي.<sup>(2)</sup>

#### الفرع الرابع: أوامر سوق في سوق الأوراق المالية الإسلامية

##### أولا: ماهية أوامر السوق

تبدأ العمليات في سوق الأوراق المالية من صدور أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره أو يتعامل معه ، إذ يبلغه برغبته في القيام بعملية من عمليات السوق ، و قد يكون ذلك أمرا بال شراء أو أمرا بالبيع ، و ترجع أهمية أوامر السوق (أوامر البورصة) إلى أنه لا يحق لأحد غير السماسرة سواء كانوا أفراد أو شركات أن يجري صفقات في سوق الأوراق المالية ، و تلتزم شركة السمسرة أو السمسار بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليهم و يتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة بأمر العميل من حيث مضمونه و إسم مصدره و صفته و ساعة و كيفية وروده و الثمن الذي يرغب العميل به ، و يكون صدور الأمر من العميل إلى شركة السمسرة بأي شكل مثلا فقد يكون خطابا أو برقية أو تليفون....الخ.<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - اشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص، 110.

<sup>2</sup> - احمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص-ص، 464-465.

<sup>3</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص، 290.

وتجدر الإشارة منا إلى أن أوامر السوق تأخذ عدة أشكال و تقسيمات حسب معايير معتمدة و معروفة، و قد تطرق الباحث إلى تقسيمات أو أنواع أوامر سوق الأوراق المالية بالتفصيل و الإسهاب في الفصل الأول من هذه الرسالة.

### ثانيا: الحكم الشرعي لأوامر السوق

تدخل أوامر سوق الأوراق المالية (أوامر البورصة) تحت باب الوكالة ، فالوكالة تصح مطلقة أو مقيدة ، و قد يكون القيد بالشراء أو البيع في زمان معين ، أو سلعة معينة ، أو بثمان معين أو من شخص معين ، و على ذلك تكون أوامر السوق بجميع أشكالها و أنواعها جائزا شرعا مادامت السلعة موضوع التعامل مشروعة.<sup>(1)</sup>

و بما أن أوامر السوق تدخل في نطاق التنظيم الإداري للبورصة ، فإنه لا شيء يثار حول هذه الأوامر، و إن كان الأصل طبقا للقواعد العامة أن كل مكلف رشيد له حق التعاقد المباح للأهلية و الخبرة التي يتمتع بها ، إلا أن قانون سوق الأوراق المالية قد إستثنى قيام السماسرة (الوكلاء) بالقيام لحسابهم أو لحساب زوجاتهم أو أحد أقاربهم لضمان الحيادية التامة في عقد الصفقات ، و هذا الاستثناء لا يتخالف مع نصوص الشرع بإعتبار هذا الإستثناء يحقق المصلحة العامة و هي الحفاظ على سلامة المعاملات في البورصة<sup>(2)</sup>، و في ذلك يقوم إبن القيم **﴿فإن الشريعة مبناها و أساسها على الحكم و مصالح العباد في المعاش و المعاد و هي عدل كلها و رحمة و مصالح كلها و حكمة كلها، فكل مسألة خرجت من العدل إلى الجور و عن رحمة إلى ضدها و عن المصلحة إلى المفسدة و عن الحكمة إلى العبث فليست من الشرعية و إن أدخلت فيها بالتأويل﴾**<sup>(3)</sup>

و في هذا الصدد يجب الإشارة إلى جانب مهم في عملية تنفيذ أوامر العميل عن طريق الوكيل أو السمسار، فقد يخالف السمسار أوامر العميل سواء بالزيادة أو النقصان في السعر أو عدد الأوراق أو غير ذلك ، فما حكم ذلك في الشريعة الإسلامية ، و منه قد يعقد السمسار لصالح عملية صفقة تخالف أمره ، كأن يطلب منه العميل شراء مائة سهم فيشتري الوكيل مائتين ، أو إذا أمره بشراء أسهم فإشتري سندات ، أو إذا أمره بشراء أسهم شركة معينة فاشترى أسهم غيرها ، فما رأي الفقه في مثل هذه المسائل.<sup>(4)</sup>

بصفة عامة الذي عليه الفقهاء أن التوكيل المقيد يراعى فيه القيد إلا إذا كان خلافا إلى خبرة ، و على ذلك فان من جملة ما يجب أن يلتزم به السمسار القدر الموكل فيه ، فلا ينبغي أن يخالف القدر الذي عينه الموكل

<sup>1</sup> - اشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص، 107.

<sup>2</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص-ص، 293-294.

<sup>3</sup> - نفس المرجع السابق، ص، 294.

<sup>4</sup> - أحمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص-ص، 379-380.

ولكن إذا كانت المخالفة إلى خبرة ، كأن حدد له أن يشتري مائة سهم فإشترى له مائتين بنفس مبلغ المائة ، فإن جمهور الفقهاء يتفقون على أن الشراء يقع صحيحا للموكل ، لأن الموكل لم يخالف إذن الموكل حقيقة لان حصل له غرضه و زيادة نافعة يرض بها ، و جاء في المجموع من إتفاق الفقهاء أن ﴿كل مخالفة من شأنها تحصيل الغرض و زيادة الخير لا بأس منها﴾.

أما إذا كانت المخالفة في نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة كأن وكل بشراء أسهم فاشترى سندات ، أو في صفتها كأن يأمر بشراء أسهم شركة معينة فاشترى أسهم شركة أخرى ، في هذه الحالة تشابهة آراء المذاهب الفقهية الأربعة إلى حد كبير ، و تتفق على عدم إلزام الموكل بالعقد (العميل) ، و الأحوط أن يُوقَّف تصرف الوكيل على إجازة موكله (العميل) كما قال المالكية ، فإن أجازة الموكل نفذ عليه و أن لم يجزه نفذ على السمسار (يصبح هو صاحب الصفقة) ، إلى أن الحنابلة يضيفون على ذلك في حالة عدم إجازة الموكل للصفقة فان الصفقة تلزم الوكيل (السمسار)، أما إذا اشترى أو عقد الصفقة بمال موكله فأئهم (الحنابلة) يرون ببطلان العقد.<sup>(1)</sup>

#### الفرع الخامس: مؤشرات السوق في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

أولاً: مفهومها: و يمكن تعريفها كما يلي:<sup>(2)</sup>

المؤشرات هي جمع المؤشر الذي يقيس حركة الأسعار و التداولات في السوق صعودا و هبوطا ، إيجابا و سلبا. و هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منها معرفة حجم التغيير في سوق معينة، و تجري عليه مبيعات في بعض الأسواق المالية.

و هي المرشد البياني لمستوى الأسعار و كذلك لمستوى الأداء في السوق ، كما أنها تشكيلة من الأسهم لعدد من الشركات يعتقد بأنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضرة ، و من ثم تأخذ حرك أسعارها على أنها إنعكاس للإتجاهات المستقبلية للأسعار في تلك السوق.<sup>(3)</sup>

و الملاحظ في العصر الحالي أن المؤشرات أصبحت تلعب دورا بارزا في الأسواق المالية العالمية و خاصة أسواق الأسهم ، لأنها تقيس التقلبات الحاصلة في الأسعار ، كما أنها تعتبر دالة على مستوى أداء السوق ، كما برزت المؤشرات كأداة مالية و أصبحت أداة من أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية تباع و تشتري مثل الأسهم و السندات<sup>(4)</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص، 381.

<sup>2</sup> - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنيقي، مرجع سابق، ص، 331.

<sup>3</sup> - محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص-ص، 299-300.

<sup>4</sup> - للإطلاع أكثر يرجى الرجوع للمبحث الثالث في الفصل الأول حيث فصلنا في المؤشرات بالنسبة لسوق الأوراق المالية.

ثانيا: موقف الفقه الإسلامي من مؤشرات السوق.

مما سبق يتضح لنا أن مؤشر سوق الأوراق المالية قد يستخدم كأداة لقياس حركة السوق وقد يستخدم كأداة للإستثمار فتجرى عليها عمليات بيع و شراء ، و بالتالي هنا يجب التمييز بين الحالتين السابقتين و النظر في مدى توافق كل منا مع موقف الفقه الإسلامي منها.

إن التعامل بالمؤشر بإعتباره كمؤشر بياني أو حسابي لحركة التداول في الأسواق ، فهذا أمر لم يتكلم فيه بجمع الفقه الإسلامي ، إلا أن الشيخ الدكتور محمد الأمين ولد عالي يرى بجواز ذلك و يشبه هذا المؤشر بالأداة التي تقيس حركة السوق ، و يضيف الشيخ الدكتور محمد الأمين أن هذا الإستخدام للمؤشر يكتيف شرعا حسب إستخدامه، فإن أستخدم في الحلال ( المؤسسات الداخلة أسهمها في بناء المؤشر تكون ملتزمة بمبادئ الشريعة) فإن إستخدام المؤشر جائز، و إذا غير ذلك فهو غير جائز.<sup>(1)</sup>

أما التعامل بالمؤشرات كأداة للإستثمار هنا تأتي الحرمة في أمر بيع و شراء المؤشرات من أجل المضاربة على سعرها للإنتفاع من فروقات الأسعار ، و هذا لا يجوز شرعا ، لأن المؤشر رقم حسابي عبارة عن شيء خيالي لا يدرك و ليس سلعة موجودة موصوفة في الذمة ، و لأن هذه الطريقة بالإضافة إلى ذلك تعتمد على نوع من الحظ و المخاطرة ، و هو شبيه بالميسر و كسب الحرام الذي حرمه الشرع الإسلامي<sup>(2)</sup> ، و قد أشارت بجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم (63) بشأن أسواق المالية ، و في البند الخاص بالتعامل بالمؤشرات في الأسواق المالية حيث حرم التعامل بالمؤشرات بيعا و شراء بقوله : ﴿ لا يجوز بيع و شراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة ، و هو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده ﴾<sup>(3)</sup>

لذلك فقد أوصى بجمع الفقه الإسلامي بضرورة الإسراع بإيجاد بديل هو مؤشر مالي إسلامي و ذلك في قوله ﴿ الإسراع بإيجاد المؤشر المقبول إسلاميا و الذي يكون بديلا عن مراعاة سعر الفائدة الربوة في تحديد هامش الربح في المعاملات ﴾

ثالثا: مؤشر سوق الأوراق المالية الإسلامية

أ- مؤشر داوجونز الإسلامي

من أشهر مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية مؤشر داوجونز الإسلامي الذي أعلن عن بداية التعامل به في 1999 من المنامة بالبحرين إذ يتكون المؤشر من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات الإسلامية ، و الدول

<sup>1</sup> - محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص، 302.

<sup>2</sup> - محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، مرجع سابق، ص، 426.

<sup>3</sup> - قرار المجمع الفقه الإسلامي رقم 63 (7/1)، بشأن الأسواق المالية، مجلة المجمع عدد 6 ج2، ص، 1273.

التي تنتمي لها هذه المؤسسات ليست فقط الدول الإسلامية ، إذ يضم عددا معتبرا من دولة من العالم بما فيها ال.م.أ، و تم إختيارها من 2700 سهم شركة التي تدخل في تكون مؤشر داوجونز التقليدي.<sup>(1)</sup>

و يشرف على المؤشر لجنة شرعية تسمى بالمجلس الإستشاري الشرعي لداو جونز الإسلامي مكونة من خمسة علماء شرعية و إقتصاد إسلامي من سوريا، باكستان، ماليزيا، السعودية، و الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>(2)</sup> رغم أن بعض الفقهاء أجاز هذا المؤشر الإسلامي إلا أن بعضهم إنتقده و أكد عن أنه لا يصلح أن يكون بديلا شرعيا للمؤشرات المالية المتداولة في أسواق الغربية ، كما أنهم أكدوا على حرمة لفظ المؤشر الإسلامي لأن أكثر المؤسسات الداخلة فيه هي مؤسسات متواجدة في الولايات المتحدة الأمريكية قد يختلط بعض أعمالهم بما فيه شبهة الربا أو التعاملات المحرمة.<sup>(3)</sup>

### ب- مؤشر فاينانشيال تايمز الإسلامي:

صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 13 جويلية 2000 م مؤشرها الإسلامي، العالمي فاينانشيال تايمز الإسلامي، لتتبع أداء شركاتها القائمة أنشطتها على مبادئ الشريعة الإسلامية ، و تضم خمسة مؤشرات من فاينانشيال تايمز الإسلامي و هي كل من المؤشر الإسلامي لكل العالم، و المؤشر الإسلامي لأمريكا، و المؤشر الإسلامي لأوروبا، و المؤشر الإسلامي لآسيا و باسفيك، و المؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا، وتغطي هذه المؤشرات 29 دولة من أسواق المال العالمية، و يشرف على المؤشر لجنة شرعية تضم أربعة من العلماء في الشريعة الإسلامية.<sup>(4)</sup>

<sup>1</sup> - حنان إبراهيم نجار، آلية بناء المؤشرات سوق الأسهم الإسلامية و متطلباتها، مداخلة في الملتقى الدولي الرابع عشر، حول المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و الأفاق المستقبلية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 17، 15، ماي 2005، ص، 147.

<sup>2</sup> - بن ضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2013، ص، 165.

<sup>3</sup> - على السالوس، تقرير داوجونز الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية، العدد، 272، 2004، ص، 21.

<sup>4</sup> - نصيه مسعودة، نحو نموذج الإسلامي لسوق رأس المال، تجربة ماليزيا أنموذجا، رسالة دكتوراه، غير منشورة، جامعة محمد، خيضر بسكرة، 2012-2013، ص، 176.

## المبحث الثالث : عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتم في سوق الأوراق المالية لمعاصرة عدة عمليات بيع ، و تقسم هذه العمليات حسب المجال الزمني إلى عمليات عاجلة فورية يتم فيها تسليم الثمن و المثلن في نهاية العملية مباشرة أو بعد مدة زمنية قصيرة و عمليات آجلة يتم فيها تأخير الثمن أو المثلن معا لتاريخ لاحق بعيد نوعا ما عن تاريخ عقد الصفقة ، و في هذا المبحث سوف نفصل في كل من هذه العمليات مع تبيان نوعها بالإضافة إلى موقف الشرع منها و مدى قدرة سوق الأوراق المالية الإسلامية على تطبيقها في معاملاتها ، و ذلك من خلال المطلب الأول للعمليات العاجلة و أنواعها و المطلب الثاني للعمليات الآجلة و أنواعها و موقف الفقه منها.

## المطلب الأول: العمليات العاجلة (الفورية) في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

يمكننا أن نفصل في هذا المطلب العمليات العاجلة من خلال تعريفها و أنواعها و حكمها الشرعي.

## الفرع الأول: تعريف العمليات العاجلة.

يطلق لفظ البيع أو العمليات العاجلة على الصفقات التي يجري تنفيذها في قاعات التداول بأسواق الأوراق المالية على أصول تمثل حقوقا لأصحاب المشروع ، و تحدد أسعارها من خلال آليات السوق و هي العرض و الطلب عند أعلى سعر يعرضه المشترون و أدنى سعر يقبله أو يطلبه البائعون ، و يجري التقابض فور إنتهاء العقد بتسليم المبيع و إستلام الثمن ، و يطلق على هذه العمليات البيوع العاجلة أو الناجزة (المنجزة في الحال) أو النقدية.<sup>(1)</sup>

و يراد بالمعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية ، المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة وتسلم الثمن بعد تنفيذ العقد مباشرة أو خلال مدة قصيرة ، و في هذا النوع من المعاملات يقوم مالك السهم الراغب في البيع بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر ، أي قبل إبرام الصفقة ، و هو ما تشترطه بعد الأسواق ، و إما بعد تنفيذ الأمر و إبرام الصفقة ، و في كلا الحالتين يتم العمل للترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق ، لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري ، ليقوم بدوره بتسليم ثمنها.<sup>(2)</sup>

و يعرف بعض الإقتصاديين العمليات العاجلة بأنها العمليات التي يقوم بها أو يعقدها من يرغبون في إستثمار أموالهم بشراء أوراق مالية ، و بيع تلك الأوراق عند توفر فرص ربح ، أو أملا في الحصول على الجائزة و التي تعطي لبعض السندات إذا أصابت رقمها عند السحب (سحب رقم السند).<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - سمي عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة 1996، ط1، ص، 316.

<sup>2</sup> - مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في أسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع، السعودية، 2005، ط2، ص، 669.

<sup>3</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، 237.

وتجدر الإشارة إلى أن العمليات العاجلة التي تم تعريفها سابقا قد تضم أنواع من العمليات و هي البيع على المكشوف (short sale) أو ما يسمى بالبيع القصير، وكذلك التعامل بالهامش ( Trading on margin)، و الشراء بكامل الثمن.

الفرع الثاني: أنواع العمليات العاجلة.

أولا: الشراء بكامل الثمن.

و هو العقد الذي يتم فيه شراء الأسهم ، بكامل الثمن من خالص مال المشتري دون إقتراض ، مع التسلم و التسليم حالا ، و بحسب القوانين المعمول بها.<sup>(1)</sup>

ثانيا: الشراء بجزء من الثمن: (Trading on margin).

الشراء بجزء من الثمن هو ما يسمى بالشراء بالهامش ، و هو نوع من أنواع المعاملات العاجلة و يراد به ، أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراؤها من أمواله الخالصة ، و دفع الجزء الباقي من أموال مقترضة و يحصل المشتري على قرض إما من أحد المصارف ، أو من أحد بيوت السمسرة ، و في هذه الأخيرة يتم ذلك عن طريق إتفاق خاص يعقده المشتري مع السمسار ، و تقوم هذه الأخيرة سواء كان فردا أو شركة سمسرة ، بإقراضه جزءا من ثمن الأسهم التي يريد شراؤها ، على أن تسجل الأسهم المشتراة بإسم بيت السمسرة ، و ليس بإسم المشتري.<sup>(2)</sup>

و يجري التعامل بهذا الأسلوب في معظم الأسواق الرأسمالية و هو يشبه البيع على المكشوف (سوف نفضله لاحقا) ، إلا أن أساس التعامل في هذا النوع من البيوع هو أن يقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق التي يرغب في شرائها ، أما باقي الثمن فيعتبر قرضا يقدمه السمسار للمشتري و يتقاضى عليه فائدة شهرية ، و ترهن الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض ، حيث يقوم هذا الأخير بالإقتراض بضمائها من البنك و لكن بسعر فائدة أقل.<sup>(3)</sup>

و يمكن توضيح كيفية إتمام العملية العاجلة من خلال الشراء بالهامش بواسطة المثال التالي:<sup>(4)</sup>

نفترض أن مستثمر يريد إستثمار 10 آلاف يورو في أسهم شركة معينة ، و كان السعر السوقي للأسهم هو 100 يورو ، فإذا ما تمت الصفقة بالدفع نقدا فإنه سيتمكن من شراء 100 سهم فقط ، و في حالة إرتفاع أسعار الأسهم إلى 105 يورو ، فإن أرباحه ستكون 500 يورو ، و إذا كانت رغبته في تنفيذ الصفقة من خلال

<sup>1</sup> - محمد وجيه حنيني، مرجع السابق، ص، 63.

<sup>2</sup> - مبارك بن سلمان محمد آل سليمان، مرجع سابق، ج1، ص، 687.

<sup>3</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص، 328.

<sup>4</sup> - احمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص-ص، 425-426.

التعامل بالهامش 50 % أي مجموع المال المملوك للمستثمر تقسيم مجموع المال المستثمر (أي القيمة الكلية للصفقة) فإنه في هذه الحالة سوف يتمكن من شراء 200 سهم ، فترتفع أرباحه في حالة إرتفاع أسعار الأسهم إلى 105 يورو، فتضاعف أرباحه إلى 1000 يورو مخصوما منها مقدار الفائدة على القرض الذي يقدمه السمسار أو بيت السمسرة.

أما في حالة عدم تحقق توقعاته بشأن الأسعار و إنخفضت إلى حدود 95 يورو ، فإن الخسارة في الحالة الأولى و بدون التعامل بالهامش سوف تكون 500 يورو ، أما الخسارة في حالة تعامله بالهامش سوف تكون 1000 يورو بالإضافة إلى تكلفة سعر الفائدة على القرض المتحصل عليه.

### ثالثا: البيع على المكشوف: (short sale)

يستعمل لفظ البيع على المكشوف أو البيع القصير short sale للتمييز بين البيع الطويل و البيع القصير وليس هنا المقصود بالمدة الزمنية الطويلة أو القصيرة و إنما يتعلق الأمر بالهدف من البيع ، فالبيع الطويل هو بيع الأوراق المالية بعد التملك الفعلي ، و يقوم المشتري بشرائها بسعر منخفض و يملكها ثم يبيعها عند إرتفاع السعر، و يطلق على هذا النوع من المستثمرين المتفائلين ، أما البيع القصير فهو بيع أوراق مالية لا ينوي البائع تسليمها من محفظة المالية ، إما لأنه لا يملكها ، أو لأنه يملكها و لا ينوي تسليمها وقت البيع ، و يقوم البائع بعملية البيع القصير عند ما يتوقع إنخفاض سعر الورقة المالية مستقبلا على أمل أن يقوم بشرائها فيما بعد ويسمى القائمون بالبيع القصير بالمتشائمين<sup>(1)</sup>.

كما يمكننا في هذا السياق و من أجل التعريف أكثر بعملية البيع على المكشوف أن نورد التعاريف و المفاهيم التالية.<sup>(2)</sup>

عرف Fredirik Wessel البيع على المكشوف بقوله: "البيع على المكشوف هو بيع أوراق مالية مقترحة على أمل أن تنخفض أسعارها ، فإذا إنخفض السعر قام المتاجرون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها و إعادتها إلى مالكيها و يجري تسهيل تنفيذ هذه العملة من خلال سمسار أوراق مالية و الذي يرتب لعملية الشراء ، و حينما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال انه أخذ مركزا قصيرا To take a short position ، بينما يفترض في حالة شراء الأوراق المالية للإستثمار الإبقاء عليها وقتا طويلا".

و قد جرت العادة أن يطلب العميل (البائع) من السمسار بيع الأوراق المالية على المكشوف من خلال أحد أوامر البيع الصادرة من العميل للسمسار ، فيقوم السمسار بعملية إقتراض للأوراق المالية التي طُلبَ بيعها بإعتبار

<sup>1</sup> - زكريا سلامة عيسى الشنطاوي، مرجع سابق، ص 125.

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص، 322.

أن مُصَدِّر أمر البيع (العميل) لا يملك الأوراق المالية ، في المقابل يطلب السمسار من عميله أن يودع لديه مبلغا من المال يعادل قيمة الأوراق المالية المقترضة ، أو أن يحجز السمسار لديه قيمة الأسهم المباعه و التي إقتراضها منه العميل كضمان حماية لنفسه ، و في الحالة التي يكون السمسار لا يملك الأوراق المالية فإنه قد يقترضها من سمسار أو بيت سمسرة أحر.

ما يلاحظ في عملية البيع على المكشوف أنها تخضى بإتفاق جميع العاملين في أسواق الأوراق المالية على أنها عملية مخوفة بمخاطر كبيرة ، حيث أن إحتمال إرتفاع السعر قائم ، و منه قد يتحمل البائع على المكشوف مخاطر كبيرة و خسائر بإعتبار أنه يضارب على هبوط السعر و ليس إرتفاعه ، في هذه الحالة قد تلجأ جماعات الضغط بالبيع على المكشوف ببيع كميات كبيرة من الأوراق المالية مستهدفة بذلك تدمير الأسعار و إنزالها من أجل إعادة شرائها بأسعار أقل ، في المقابل قد تمتنع الأطراف المتشربة عن إعادة بيع الأوراق المشتراة لإحراج البائعين على المكشوف ، حينئذ سوف يجد البائع على المكشوف نفسه مضطرا لإعادة شراء الأوراق المالية التي باعها على المكشوف بالسعر الذي يفرضه المضاربون المتلاعبون بأسعار السوق ، لكي يتمكن البائع من تسليم الأوراق المالية على المكشوف.<sup>(1)</sup>

من خلال ما سبق نلاحظ أن عملية البيع على المكشوف أو عملية الشراء على الهامش هي نوع من أنواع المضاربة الجد معقدة و قد تؤدي بإحتمال خسائر كبيرة أو تحقيق أرباح كذلك ، كل هذا يؤدي إلى زعزت إستقرار سوق الأوراق المالية و إحداث موجات كبيرة و مفاجئة في أسعار الأوراق المالية ، دون أن تكون هذه التغيرات نتيجة لأسباب حقيقية إقتصادية متعلقة بالشركات المدرجة في السوق و التي أوراقها تتداول فيه.

### الفرع الثالث: حكم العمليات العاجلة حسب نوعها

بعد التطرق لأنواع العمليات العاجلة من الشراء بكامل الثمن، أو الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف، نأتى الآن على الحكم الشرعي لكل نوع كما يلي:

#### أولا: حكم الشراء بكامل الثمن

شراء الأسهم بثمن يدفعه المشتري من خالص ماله ، ليس بالأمر غير العادي فهو مثل أي بيع أو شراء المعروف فجوازه من أدلة جواز البيع و الشراء، كقوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾<sup>(2)</sup> و قوله (صلى الله عليه وسلم): ﴿البيعان بالخيار ما لم يتفرقا﴾ ، فهذا النوع من العمليات العاجلة التي يكون فيها البيع حالا بالنسبة للثمن و المثلن جائزة ، و خاصة إذا كان التعامل لا يقصد منه المضاربة أو إحداث بيوع صورية

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص-ص، 322-323.

<sup>2</sup> - سورة البقرة، الآية رقم، 275.

مظهرية ، بل الغرض هو الإستثمار الحقيقي بتملك الأوراق المالية ، و ذلك تجنباً لإحداث الأضرار في سوق الأوراق المالية بسبب المضاربة غير المشروعة و ما ينتجها من خداع و غش و تدليس ، كذلك نفس الشيء بالنسبة للبيع الصوري الذي يظهر أن هناك تعاملات على أوراق مالية و لكن في الحقيقة لا يوجد أن نوع من التعاملات على هذه الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: حكم الشراء بالهامش

بعد التعريف بعملية الشراء بالهامش و خطواتها ووضوح عقد القرض فيها بين المشتري (المستثمر) و السمسار أو بيت السمسرة ، فإن حكم هذا النوع من العمليات لم يختلف فيه فقهاء الإقتصاد الإسلامي و منهم<sup>(2)</sup>. ويقول الدكتور قرى الداغي بعدم جواز التعامل بالهامش لأن فيه ربا و هو إقتراض المال مقابل دفع فائدة وكذلك الدكتور أحمد محي الدين أحمد ، يرى أن هذا التعامل غير جائزاً شرعاً حيث يقول «أن جوهر عمليات التعامل بالهامش مضاربة، و الفقه يمنع المضاربة و أن إقتراض المال لزيادة حجم التعامل مقابل دفع فائدة بمثابة القروض ربوية لا يجوز التعامل بها شرعاً ، وعليه فلا يجوز شرعاً التعامل بالهامش».

كما أكد الدكتور محمد صبري هارون بقوله: أن هذه المعاملات تقوم على القروض المشروطة بفائدة ثابتة محددة زمناً و مقداراً ، فاجتمعت في هذا العقد عناصر الديون الثلاثة و هي ، وجود دين مستقر في الذمة لطرف آخر و الأجل و أخيراً زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل ، و منه فإن حرمة التعامل بهذه العمليات أو المعاملات واضحة لا نزاع فيها<sup>(3)</sup>.

### ثالثاً: حكم البيع على المكشوف

بعد أن بينا طبيعة عملية البيع على المكشوف و التي هي نوع من العمليات العاجلة تبين أن العميل و السمسار قد تعاملتا بأموال غيرهما و لحسابهم و ليس لحساب عملائهم ، حيث إقترض السمسار لعميله أوراقاً مالية من عملاء آخرين يتعامل معهم السمسار من دون إذنتهم ، فهذا التصرف في حق الغير بغير إذنه و هو ممنوع شرعاً و هو يدخل في بيع الفضولي، و هو في اللغة إسم كل شخص يتصرف في حق الغير بدون إذن شرعي منه و هو من لم يكن ولياً ولا وصياً و لا أصيلاً ، و لا وكيلاً ، و الفضولي شرعاً: هو من يتصرف تصرفاً شرعياً ليست له ولاية عليه كمن يبيع ما لا يملك من غير ولاية و لا وكالة و كمن يشتري لغيره ما لم يوكله في شرائه و ليست له عليه ولاية الشراء ، و هكذا من العقود و سائر التصرفات التي يتصرفها شخص من غير

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سلمان، مرجع سابق، ج1، ص-ص، 682-684.

<sup>2</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، 193.

<sup>3</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، 244.

ولاية أو وكالة فيعتبر فضوليا في تصرفه<sup>(1)</sup>، و قد إستدل المتخصصون في الفقه و الإقتصاد حول عدم صحة البيع القصير و عدم جوازه شرعا فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- المقامرة و المغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض ، كما أن السمسارة الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يملكها عملائه يساعد القائمين على هذا البيع على القمار.
  - تضليل المشتري، إذ أن البائع يسلم أوراقا مالية مقترضة و ليست ملكا له.
  - الحصول على أرباح على حساب المتعاملين الآخرين من دون علمهم.
  - دخول تصرفات السمسار ضمن تصرفات الفضولي، الذي يتصرف في مال غيره بدون إذنهم.
- و يعتبر جوهر بطلان البيع على المكشوف هو السبب الأخير أي بيع الفضولي حيث ذهب الفقهاء إلى بطلانها ، ومنه يمكن أن نوضح أن عمل السمسار كوكيل فيجوز له التصرف إلا أنه لا يملك من التصرف إلا ما يقتضيه إذن الموكل ، فإذا باع مال موكله بغير إذن لم يجز ذلك ، و إذا كان السمسار مودعا أودع عنده ودائع فلا يجوز شرعا التصرف بالوديعة ، و إذا كان السمسار مثل المضارب (المضاربة الشرعية) فإنه لا يجوز له أن يضارب بمال شريكه أو موكله لصالح غيره أو لصالحه الخاص.

كما أن البيع على المكشوف يدخل في بيع ما لا يملكه البائع و هو ممنوع ينص حديث رسول الله (صلى الله عليه وسلم)، حيث روى جعفري بن أبي وحشية عن يوسف بن مالك عن حكيم بن حزام قال: سألت رسول الله (صلى الله عليه وسلم) فقلت: يا رسول الله، يأتيني الرجل يسألني البيع ليس عندي أبيعه منه ثم أتباعه له من سوق قال ﴿لا تبع ما ليس عندك﴾<sup>(3)</sup> ، و لقد فسر الفقهاء معنى «لا تبع ما ليس عندك» بمعنى ما ليس في ملكك و ما هو ليس مملوكا و لا يقدر على تسليمه و كذلك و ما ليس عندك من الأعيان، و في الجمل كل هذه التفسيرات تمنع البيع على المكشوف أو بيع ما ليس عندك و لا تجيزه.<sup>(4)</sup>

مما سبق فإن البيع على المكشوف، لا يجوز شرعا لأنه تصرف في مال الغير بغير إذن (تصرفات الفضولي غير الجائزة) و كذلك بيع ما لا يملك، و التكييف الفقهي له هو التصرف بإذن صاحب المال أي الإقراض بإذنه ، قرضا حسنا أو إعطاؤه ذلك الأوراق ليبيعهها مراوحة فالريح يكون بينهما بإتفاق على نسبة معينة.<sup>(5)</sup>

1- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص، 325.

2- شعبان محمد إسلام البرزاري، مرجع سابق، ص-ص، 200-202.

3- رواه أبو داود، ، كتاب البيوع و الإجراءات ، ج3، باب في الرجل يبيع ما ليس عنده، الناشر محمد على السيد، سوريا، ص، 769.

4- احمد محي، الدين احمد، مرجع سابق، ص-ص، 433-434.

5- شعبان محمد إسلام البرزاري، مرجع سابق، ص، 202.

## المطلب الثاني: العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف العمليات الآجلة و أنواعها ثم نعرض على موقف الفقه من كل نوع من أنواع العمليات الآجلة.

## الفرع الأول: تعريف العمليات الآجلة

العمليات الآجلة هي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من البائع و المشتري بتصفيتهما في تاريخ مقبل محدد، يجري فيه التسليم ، ما عاد الحالات التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها و تعويضها.<sup>(1)</sup>

و هي تلك العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم و دفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية ، و إن الغرض الأساسي من عقد هذه العمليات هو الحصول على ربح يأخذه المضارب ، تمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت به العملية و بين السعر يوم التصفية .<sup>(2)</sup>

و هي العقود التي تتم في أسواق البيوع الآجلة (Forword Morkets) و فيها يتم الاتفاق بين طرفي العقد دون تسليم الثمن (المال) و المثلن (الأسهم) حالا ، و إنما في موعد مؤجل يسمى يوم التصفية ، و لذلك سميت آجلة.<sup>(3)</sup>

من التعاريف السابقة يتبين الفرق بين العمليات العاجلة و الآجلة ، و الفرق يرتكز على تسليم الثمن و المثلن، ففي العمليات العاجلة يتم ذلك في موعد التعاقد و إبرام الصفقة (يوم التعاقد هو يوم التصفية) أما العمليات الآجلة يتم التسليم و التسلم في موعد لاحق غير موعد التعاقد ، يسمى يوم التصفية ، و غالبا لا يتم التسليم و التسلم محل العقد بشكل حقيقي بل يتم التسوية النقدية فقط و ذلك حسب الاتفاق بين الطرفين.

## الفرع الثاني: أنواع العمليات الآجلة

تأخذ العمليات الآجلة إحدى الأشكال التالية:<sup>(4)</sup>

## أولاً: العمليات الباتة القطعية

هي العمليات التي يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى يوم التصفية ، يلتزم المتعاقدان فيه بدفع الثمن ، و تسلم الأوراق المالية موضوع الصفقة ، و تسمى الباتة لأن المتعاقدان ليس لهما الحق في عدم تنفيذ العملية ، إلا أن لهما الحق في تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحق.

<sup>1</sup> - احمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص، 257.

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص، 332.

<sup>3</sup> - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص، 76.

<sup>4</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، 245.

وتعرف بأنها العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزماً للطرفين ، فلا يكون لأحدهما حق الرجوع عن إتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المبيعة التي تعهد بتسليمها و المشتري بدفع الثمن المتفق عليه.<sup>(1)</sup> مما سبق ذكره من التعاريف نلاحظ أن العمليات الآجلة القطعية أو الباتة هي التي يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى يوم التصفية (Settlement Date) ، فيلتزم المشتري بدفع الثمن و البائع بتسليم المبيع ، لا خيار لأحدهما في فسخ العقد أو إلغائه بمعنى أن العقد يكون لازماً فلا يستقبل أو ينسحب أحد الطرفين ، إلا أنه لكل من الطرفين أن يصفي مركزه ، و ذلك بأن يبيع نقداً و عاجلاً ما إشتهر بعقد أجل ، و في هذا يكون له الربح أو الخسارة حسب مقدار الاختلاف بين سعر البيع العاجل و سعر البيع الآجل في العقد الآجل ، كما لهما أن يؤجلا موعد التصفية إلى موعد لاحق.<sup>(2)</sup>

### ثانياً: العمليات الآجلة الشرطية

هي العملية التي يتوقف تنفيذها على شرط يتفق و مصلحة أحد المتعاملين (المتعاقدين) ، و يراد بهذا الشرط إما تحديد قيمة الخسارة على أحدهما بدفعه مبلغاً يطلق عليه "تعويض" ، و إما زيادة أرباحه إذا جاءت تقلبات الأسعار بما يوافق مصلحته ، و هي تختلف عن العمليات الباتة أو العادية بأن ربحها غير محدود و خسارتها تقف عند مقدار التعويض المدفوع على كل ورقة محل التعاقد أي (كمية الأوراق × التعويض على كل ورقة = قيمة الخسارة) بالنسبة للذي يدفع التعويض، أما الذي يقبض هذا المبلغ (المبلغ الكلي للتعويض) فإن ربحه مقصور على قيمة التعويض ، أما خسارته غير محدود و تتوقف على مقدار التقلب في أسعار السوق.<sup>(3)</sup>

و تنقسم العمليات الآجلة الشرطية إلى ثلاثة أنواع، العمليات الشرطية البسيطة و المركبة و المضاعفة، و تسمى هذه العمليات بعقود إمتياز الشراء (Call option) أو عقد إمتياز البيع (Put option) و كذلك عقد إمتياز مزدوج (Calle and Put) Double option ، و لذلك يرى الباحث تأخير التفصيل في هذه العمليات باعتبارها تدخل ضمن المشتقات المالية على غرار العقود المستقبلية و عمليات المبادلة ، و التي سوف نتعرض لها بالتفصيل في الفصل الرابع من هذه الرسالة ضمن أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية و تكيفها الفقهي، لذلك سوف نعالج التكيف الفقهي للعمليات الآجلة الباتة في هذا الموضوع فقط.

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسين، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص، 490.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص، 490.

<sup>3</sup> - سمير محمد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص، 348.

## الفرع الثالث: موقف الفقه من العمليات الآجلة القطعية.

بعدما تطرقنا إلى العمليات الآجلة القطعية أو الباتة و بينا معناها و محتواها في سوق الأوراق المالية المعاصرة، تبين أنها تتضمن مسألة أساسية و هي تأجيل البدلين (الثلث و المثمن)، بالإضافة إلى مسألة التصفية و التي قد تكون من قبيل البيع قبل قبض المبيع و بدل التأجيل.<sup>(1)</sup>

لذلك قبل الخوض في مسألة التكيف الفقه و الحكمة الشرعي للعمليات الآجلة الباتة رأينا أنه لا بد من ذكر الفرق بين بيع السلم و البيع إلى أجل لأنه قد يكون هناك نوع من التداخل بين البيع الأجل و النوعين الآخرين من بيع السلم و البيع إلى أجل.

أولاً: عقد السلم و عقد البيع إلى أجل: و تفصيل كل منهما كما يلي:<sup>(2)</sup>

أ- عقد السلم: السلم بمعنى السف، و أسلم و أسلف معنى واحد ، فالسَّلْمُ بلغة أهل الحجاز ، و السلف بلغة أهل العراق، و يسمى سلماً لتسليم رأس المال في المجلس ، و قد عرفه الفقهاء بأنه «بيع أجل بعاجل»، فالأجل هو المسلم فيه و العاجل هو رأس المال ، فالسلم بين من البيوع يتم فيه قبض الثمن و يؤجل تسليم المبيع فيه إلى أجل معلوم، و هو عقد أجزى على خلاف القياس لحاجة الناس إليه و الرفق بهم ، و قد دل على مشروعية السلم من الكتاب و السنة، فمن الكتاب قوله تعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنُكُمْ بِيَدَيْنِ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَآكُتُبُوهُ﴾<sup>(3)</sup>، قال ابن عباس: هذه الآية نزلت في بيع السلم خاصة ، و من السنة ما جاء في الصحيحين أن النبي (صلى الله عليه وسلم) قدم المدينة و هم يسلفون في التمر سنة و سنتين و ربما قال سنتين أو ثلاثة ، فقال ﴿من أسلف التمر فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم﴾<sup>(4)</sup>

ب- عقد البيع إلى أجل: أجاز الفقهاء أن تسلم السلعة في الحال على أن يتأخر قبض الثمن إلى أجل معلوم، فإذا كان الأجل غير معلوم علماً نافياً للجهالة فلا يصح البيع ، لأن الله تعالى قال: ﴿إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى﴾ و الأجل المسمى هو المعلوم ، و من شروط الثمن معرفة قدره و نوعه فلا يجوز البيع بثمن مجهول ، و إن كان الثمن مؤجلاً فيجب أن لا يكون الثمن و المثمن مما يحرم فيه تأجيل القبض في العوضين عن مجلس العقد كبيع ربوي بجنسه أو بغير جنسه.

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام الرواري، مرجع سابق، ص، 208.

<sup>2</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص، 341.

<sup>3</sup> - سورة البقرة، الآية، رقم، 282.

<sup>4</sup> - الحديث رواه البخاري، الحديث رقم، 2239.

ثانيا: المنظور الإسلامي للعمليات الآجلة القطعية.

هذا النوع من العمليات لا يتم فيه تسليم المعقود عليه ، لا الثمن و لا المثلن ، بل يشترط تأجيلهما و على هذا فإن هذه العملية لا تجوز شرعا ، لأن شرط صحة العقود أن يتم تسليم العوضين أو أحدهما و لا يجوز إشتراط تأجيل الإثنين معا.<sup>(1)</sup>

كما أن البيوع الآجل، الباتة بصفقتها السابقة الذكر لا تجوز شرعا ، لأنه لا تترتب عليها أثارها (ومنها إنتقال الملكية) و هذا ما ترفضه الشريعة الإسلامية و قواعدها ، و قد ذهب إلى هذا الشيخ محمد بن صالح العثيمين وأحمد محي الدين و علي القره الداغي ، و سمير رضوان ، و يعتبرون أن البيع الآجل من قبل بيع الدين بالدين و هو منهي عنه ، و دليل النهي حديث ابن عمر أن النبي (صلى الله عليه و سلم) نهى عن بيع الكالئ بالكالئ -أي الدين بالدين- و هذا تفسير نافع رواه البيهقي، و هذا الحديث و إن كان ضعيفا قد وقع الإجماع على معناه.<sup>(2)</sup>

كما أن هذه البيوع تجعل المتعاقدين و خاصة البائع في خانة بيع الإنسان مالا يملك لأن السمة الغالبة للبيوع الآجلة أنها تتم على المكشوف ، و بمعنى أن البائع لا يملك الأصول التي باعها ، و من غير المعتاد أو المألوف إمتلاكه لها ، فالبائع إنما يدخل السوق مضاربا على الهبوط متوقعا إنخفاض الأسعار للأصول المتعاقد عليها ، في تاريخ التسوية<sup>(3)</sup> و قد بينها في الحكم الشرعي للبيع على المكشوف أدلة تحريم هذا النوع من البيوع.

بالإضافة إلى أنه فيها (البيوع الآجلة) بيع الإنسان ما لم يقبضه و دليل ذلك ما رواه حكيم بن حزام قال ﴿قلت يا رسول الله إني أبتاع هذه البيوع فما يحل لي و يحرم علي، قال ﴿يا ابن أخي، لا تبيعن شيئا حتى تقبضه﴾ قال البيهقي استناده متصل ، و نقل الجزيري عن الشافعية قولهم : ﴿لا يصح أن يتصرف في المبيع ولو قبض البائع الثمن و أذن في قبض المبيع ، فإذا إشتري شيئا منقولاً كان أو غيره و لم يستلمه ثم باعه وقع البيع باطلا﴾ و السبب في بيع ما لم يقبضه الإنسان وجود الغرر لأن المعقود عليه يتردد بين الوجود و عدمه أي بين الحصول و الفوات (عدم الحصول عليه)، و كذلك لكونه غير مملوك لصاحبه عند إنشاء العقد كمن يبيع السمك في البحر أو الطير في السماء.<sup>(4)</sup>

<sup>1</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، 249.

<sup>2</sup> - احمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص، 199.

<sup>3</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسين، مرجع سابق، ص، 487.

<sup>4</sup> - المرجع السابق، ص، 501.

وخلاصة ذلك كله أن العمليات الآجلة القطعية أو الباتة تتميز بما يلي:<sup>(1)</sup>

✓ لا تنطبق هذه العمليات على أحكام عقد السلم ، و كذلك لا تنطبق على عقد البيع إلى أجل الجائزان شرعا.

✓ في الغالب يقوم عمل هذه العمليات الآجلة على المضاربة و بالتالي إحتوائها على المقامرة إلا إذا كان الهدف الحقيقي من العملية هو تملك الأصول محل المتعاقدة ، و في حالة المضاربة على الهبوط فقط يوجه المضارب إلى كل وسائل الغش و التدليس من أجل تحقيق هدفه و تحقيق الربح و خسارة الطرف الثاني.

و قد جاء ضمن توصيات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في شأن هذه البيوع ما يلي:<sup>(2)</sup>

➤ إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف أي على الأسهم و السلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة شرعا ، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك إعتقادا على أنه سيشتريه فيها بعد و يسلمه في الموعد ، و هذا منهيها عنه شرعا لما صح عن رسول الله صلى الله عليه ﷺ ﴿ لا تبع ما ليس عندك ﴾ و كذا ما رواه أحمد و أبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى أن تباع السلعة حيث تباع حتى يجوزها التجار إلى رحالهم.

➤ ليست البيوع الآجلة التي تجري في سوق الأوراق المالية من قبل بيوع السلم الجائزة شرعا فمخالفتها لها يجب أن يكون في بيع السلم.

<sup>1</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص، 343

<sup>2</sup> - مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، حول سوق الأوراق المالية و البضائع، مكة المكرمة، المادة الخامسة و السادسة منه.

## المبحث الرابع: الهندسة المالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

سوق الأوراق المالية الإسلامية في حاجة لأدوات مالية مبتكرة غير تقليدية حيث تكون هذه الأدوات متوافقة مع الشرعية الإسلامية ، و تستجيب لمتطلبات الكفاءة و الفعالية الإقتصادية ، و ذلك لا يكون إلا من خلال الهندسة المالية الإسلامية (Islamic Financial engineering)، و التي تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية و زيادة فعالية و إتاحة فرص أكثر للإستفادة من رؤوس الأموال المتدفقة إليها ، و كذا مواكبة التطورات العالمية في أسواق أوراق المال العالمية ، لذلك سوف نعالج في هذا المبحث الهندسة المالية من حيث تعريفها و تطورها ثم التطرق لمناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية.

## المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية و أسباب تطورها

قبل التطرق للهندسة المالية الإسلامية يجب الإشارة أولاً إلى تعريف الهندسة المالية التقليدية في أسواق الأوراق المالية المعاصرة.

## الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية

يمكن صياغة التعاريف التالية للهندسة المالية:<sup>(1)</sup>

تعرف الهندسة المالية بأنها: "التصميم و التطوير لأدوات و آليات مبتكرة ، و صياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل"

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من العمليات المالية و الأدوات المالية المبتكرة ، بالإضافة لصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل ، و ذلك في إطار النظام الإسلامي"<sup>(2)</sup>.

الهندسة المالية هي "تصميم ، و تطوير و التزويد بالتقنيات المالية المبتكرة ، و صياغة حلول عملية للمشاكل المالية"<sup>(3)</sup>

نلاحظ من التعاريف السابقة أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة هي:

- إبتكار أدوات مالية جديدة.

- إبتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف العمليات المالية

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص-ص، 90-91.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح ، عمري رمة ، الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية المستدامة، مداخلة في الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي ، جامعة قلمة ، 03-04-2012 ، ص، 227

<sup>3</sup> - عبد السلام مخلوفي، الصناعة المالية الإسلامية في ظل الهندسة المالية الإسلامية، مداخلة للملتقى الدولي لمعهد العلوم الاقتصادية و التسيير و التجارة، الإقتصاد الإسلامي، الواقع و الرهانات، المركز الجامعي غرداية، 23-24، فيفري 2011

- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تتلائم مع الظروف المحيطة بالمشروع.

و الإبتكار المقصود هنا هو ليس مجرد الاختلاف عن السائد في السوق ، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميز إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة و المثالية ، و هو ما يعني أن تكون الأداة أو الآلية لتمويله المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات المالية السائدة تحقيقه.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية و أسباب تطورها

يرجع ظهور الهندسة المالية إلى منتصف الثمانينات بهدف إعانة و خدمة شركات الأعمال لمواجهة المخاطر و التخلص من القيود التشريعية و الضغوط التي يفرضها السوق و بيئة الأعمال ، ففي بريطانيا أنشأة البنوك إدارات أو أقسام لمساعدة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر التي يتسبب فيها العملاء للشركات ، حاولت هذه الأقسام إيجاد حلول لتلك المشكلات فكانت محاولات منها لتطوير منتجات أسواق المال فكانت هذه بداية ظهور الهندسة المالية، و في عام 1992 أنشئ الإتحاد الدولي للمهندسين الماليين وأصبح هذا الإتحاد يضم نحو 2000 عضو من أنحاء العالم.<sup>(2)</sup>

أما أسباب تطور مفهوم الهندسة المالية و إتساع مجال العمل بها على مستوى أسواق أوراق المالية العالمية ، يعود إلى التطور الذي شهدته الأسواق العالمية في حد ذاته و يمكن تلخيص ذلك في ما يلي:<sup>(3)</sup>

➤ تعدد و تنوع إستراتيجيات الإستثمار بسبب تنوع و تجدد أدوات الإستثمار خاصة إستراتيجيات المشتقات المالية.

➤ إتساع و تعدد أدوات الإستثمار المتاحة في أسواق المال ، و قد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق و إتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد و تقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

➤ تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق مما يعمل على تحسين التكاليف و زيادة العائد و العمل على الإنفتاح على الأسواق العالمية.

<sup>1</sup> - إبراهيم سامي لسويلم، صناعة الهندسة المالية، نظرات في المنهج الإسلامي، مركز الراجحي للاستثمار، ديسمبر 2000، ص، 5.

<sup>2</sup> - محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، مداخلة للملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي، الواقع و رهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، 23-24 فيفري، 2011، ص، 3

<sup>3</sup> - نفس المرجع السابق، ص، 4.

المطلب الثاني: تعريف الهندسة المالية الإسلامية ، خصائصها و أهميتها.

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية و تطورها التاريخي.

يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن التصميم التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات المالية المبتكرة ، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي.<sup>(1)</sup>

الملاحظ من هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية التقليدية المشار إليه سابقا غير أنه يتميز (الهندسة المالية الإسلامية) بأخذ بعين الاعتبار ضرورة توافق نشاط الهندسة المالية الإسلامية و منتجاتها مع أحكام الشريعة الإسلامية، بالتالي فإن تعاريف الهندسة المالية الإسلامية تتضمن ثلاثة عناصر هي:<sup>(2)</sup>

- إبتكار أدوات مالية جديدة.
- إبتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف العمليات المالية
- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تتلائم مع الظروف المحيطة بالمشروع.
- أن تكون الإبتكارات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، و هذا ما يميز الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية ، فوجود الضوابط و القواعد الشرعية يحدد المجال الشرعي لعمل الهندسة المالية الإسلامية.

ثانيا: التطور التاريخي للهندسة المالية الإسلامية

أما تاريخ ظهور الهندسة المالية في الإسلام ، فإنها ظهرت مع ظهور الشريعة الإسلامية بأحكامها الجليلة ، و قد يكون توجيه النبي (صلى الله عليه وسلم) لبلال المازني (رضي الله عنه) عندما أراد أن يبادل (التمر الجيد بالتمر الرديء ، فقال له (صلى الله عليه وسلم): ﴿ لا تفعل، بع الجمع بالدرهم و إشتري بالدرهم جنيا﴾ إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلي الحاجات الإقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية.<sup>(3)</sup>

لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول و إنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية ، و هذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما يعارض نصا أو حكما شرعيا

<sup>1</sup> - حنيفة محمد أمين، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع و التحديات و مناهج التطوير، مداخلة في المنتدى الدولي،

الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، معهد العلوم الاقتصادية، 23-24 فيفري 2011، ص،3

<sup>2</sup> - عمر ياسين محمد خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية و المالية المعاصرة، مداخلة في المنتدى الدولي،

الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبلية ، المركز الجامعي غرداية، معهد الاقتصاد، 23-24، فيفري، 2011، ص،14.

<sup>3</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد2، 2007، ص،20.

ثابتاً، و منه فإن الشريعة الإسلامية أبقت على مجال الابتكار و التجديد في المجال الحلال مفتوحاً ، و حددت المجال الحرام في إطار محدد ، و تشير الدراسات العديدة إلى إستخدام الهندسة المالية في المعاملات الإسلامية و من أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن حسين الشيباني حين سئل عن مخرج للحالة التالية ، ﴿إذ قال شخص لأخر إشتري هذا العقار -مثلاً- و أن أشتريه منك و أربحك فيه ، و خشى إن إشتراه أن لا يشتريه منه من طلب الشراء ، فقال الإمام: للمخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له ، ثم يعرضه على صاحبه ، فإن لم يشتري منه العقار فسخ العقد و رد المبيع<sup>(1)</sup>، فقلل للإمام الشيباني: رأيت أن يرغب صاحبه - من طلب الشراء - في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟ فأجاب الإمام: للمخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه ، فإن فسخ صاحبه العقد في مدة الخيار إستطاع هو الأخر أن يفسخ العقد في ما تبقى من المدة الزائدة في خيار صاحبه﴾.<sup>(2)</sup>

إن الحلول المخارِج التي أشار إليها الأمام الشيباني، رحمه الله هي الهندسة المالية بالمعنى الحديث للمصطلح وهي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة ، بل و تستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا.<sup>(3)</sup>

### الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بخصائص تميزها عن الهندسة المالية التقليدية سواء من حيث أدواتها أو من حيث معانيها و مقاصدها الحقيقية غير الصورية و من هذه الخصائص:

✓ الابتكار الحقيقي إذ تعتبر منتجات الهندسة المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً و ليس صورياً كما هو الحال في أدوات الهندسة المالية التقليدية ، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية و خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى ، سواء تعلق الأمر بالمخاطر أو الضمانات أو التسعير ، وذلك إنطلاقاً من كون الهندسة المالية الإسلامية تعمل على تلبية مصالح حقيقية للمتعاملين الإقتصاديين في الأسواق و ليس مجرد عقد صوري.

<sup>1</sup>- حاو بخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة الإدارة المخاطر لصكوك الإسلامية، مداخلة للملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل المركز الجامعي غرداية، معهد الاقتصاد، 23-24-فيفري، 2011، ص، 2.

<sup>2</sup>- أحمد بن علي السالوس، مخاطر التمويل الإسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أن القرى، مكة المملكة العربية السعودية، 2005، ص، 11.

<sup>3</sup>- عبد الكريم قندور، مرجع سابق، ص، 21.

✓ تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى إدارة السيولة من خلال استخدام الأموال في عمليات التمويل بدلا من الإستثمار لأن هذه العملية أقل مخاطرة ، بينما هدف الهندسة المالية التقليدية هو إدارة المخاطرة من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة تؤدي إلى الربح السريع و أقل مخاطرة كالتوريق ، التحوط ، المضاربة و الاستثمار...الخ.<sup>(1)</sup>

✓ تختص الهندسة المالية الإسلامية بالمصدقية الشرعية ، و معنى ذلك أن تكون المنتجات المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشرعية الإسلامية ، و بعيدة قدر الإمكان عن الخلاف الفقهي ، و الهدف من الهندسة المالية الإسلامية هو التوصل إلى حلول مبتكرة محل إتفاق و إجماع ، و تعمل الصناعة المالية الإسلامية في هذا المجال إلى تكوين نموذج للإقتصاد الإسلامي يعبر بحق عن مبادئ الإقتصاد الإسلامي.<sup>(2)</sup>

✓ تحقيق الكفاءة الاقتصادية ، إذن يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الإقتصادية عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية من خلال مشاركة المخاطر و تخفيض التكاليف في المعاملات و تكاليف الحصول على معلومات و عمولات الوساطة و السمسرة.<sup>(3)</sup>

#### الفرع الثالث: ضرورة وجود هندسة مالية إسلامية

تمتاز اليوم أسواق الأوراق المالية بالتداخل و التعقيد الشديد خاصة مع تطور المعاملات المالية و إتساع نطاقها و مجالها الدولي ، و مع ظهور سوق للأوراق المالية الإسلامية و محاولة إيجاد مكانة قوية و دائمة في الإقتصاد المحلي و العالمي للدول للإسلامية ، فإن من الضروري وجود هندسة مالية إسلامية كدعامة للسوق الإسلامية ، و ذلك للأسباب التالية:<sup>(4)</sup>

❖ الإنضباط بقواعد الشريعة الإسلامية و بالتالي ضرورة إيجاد صيغ و حلول تلي إحتياجات المستثمر بكل كفاءة إقتصادية في ظل قواعد الشريعة الإسلامية ، و هنا تأتي الهندسة المالية الإسلامية لتجمع بين الكفاءة الإقتصادية و الضوابط الشرعية للمستثمرين المسلمين.

<sup>1</sup>- فريد خميلي، دور الهندسة المالية في علاج الأزمة الماليّة، مداخلة في الملتقى الدولي المالية الاقتصادية العلمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، ديسمبر 2010، ص، 14.

<sup>2</sup>- عمر ياسين محمد حضرات، مرجع سابق، ص، 14.

<sup>3</sup>-هنا محمد ظلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، مداخلة في الملتقى الدولي، الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان الأردن، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، ديسمبر 2010، ص، 8.

<sup>4</sup>- عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص، 26.

❖ تطور المعاملات المالية في الوقت الحاضر و إختلافها في كثير من الأحوال لما كانت عليه منذ أربعة عشر قرن أو في صدر الإسلام ، و ديننا الحنيف لم يمنع المعاملات المالية و القواعد الإسلامية أن تجمع بين الثبات و التطور أو المرونة ، إذ تطور المعاملات المالية اليوم و تزايد عوامل المخاطر و عدم اليقين ، و تطور الأنظمة التمويلية و التبادلية الإقتصادية ، كلها ساهمت في ضرورة وجود هندسة مالية إسلامية لتضبط المعاملات في دائرة الحلال و تقديم الحلول الملائمة.

❖ الجانب الثالث هو وجود المؤسسات المالية الرأسمالية و نموها إلى درجة كبيرة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الإقتصاد الإسلامي ، فالحلول التي يقدمها الإقتصاد الإسلامي لا تكفي أن تكون عملية فحسب بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا تكافئ تلك التي تقدمها الحلول الإقتصادية الرأسمالية ، و هنا يظهر التحدي أمام الإقتصاد الإسلامي من خلال ضرورة مواكبة التطور و النمو و منافسة المؤسسات المالية التقليدية ، و لا يكون ذلك إلا من خلال تفعيل دور الهندسة المالية الإسلامية في تطور المؤسسات المالية الإسلامية.<sup>(1)</sup>

#### المطلب الثالث: تحديات الهندسة المالية الإسلامية و مناهج تطويرها.

تعرف الهندية المالية الإسلامية في الوقت الحالي جملة من التحديات المفروضة عليها لتطوير العمل بها ، كما هو مفروض عليها في السوق العالمية بسبب التطورات العلمية و العملية في هذه الأسواق الدولية ، لذلك يجب عليها إتباع مناهج خاصة بها لتطوير الهندسة المالية الإسلامية.

#### الفرع الأول: التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية.

في هذا السياق يمكن أن نذكر جملة من التحديات كما يلي:<sup>(2)</sup>

◆ الإفتقار إلى الكفاءات و الإطارات المؤهلة التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي ، و يجب أن تكون هذه الكفاءات متوفرة و ذات قدرات علمية إقتصادية و شرعية لتجنب الوقوع في المحذور ، و العمل على رفع كفاءة المنتجات، و ترجع ضرورة وجود هذا النوع من الكفاءات إلى خصوصية الهندسة المالية الإسلامية و ذلك بهدف تجنب تحمل مخاطر تشغيلية في المؤسسات المالية.

◆ غياب الإهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية في بعض المؤسسات المالية الإسلامية ، حيث تعاني من ضعف الإبداع و التطوير ، فقد أثبتت بعض التقارير السنوية لأكثر إثني عشرة مؤسسة إسلامية في الخليج العربي غياب شبه تام للمخصصات المالية الخاصة بالبحث و تطوير المنتجات المالية الإسلامية

<sup>1</sup>- عمر ياسين محمد خضيرات، مرجع سابق، ص،15.

<sup>2</sup>- خبينة محمد الأمين، حنان علي موسى، مرجع سابق، ص،17.

في الوقت الذي أنفقت فيه تسعة بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات التطوير و البحث.

◆ عدم ضمان حقوق الملكية لصاحب فكرة المنتج المالي المطور ، بعد تحمل المؤسسة تكاليف تطوير المنتجات و المخاطرة في تطبيقها للتأكد من سلامتها و كفاءتها ، بعد ذلك إذا نجحت هذه المؤسسة بهذه الأداة ، تقوم بعض المؤسسات الإسلامية بإعتماد هذه الأداة دون أي مقابل مادي لصاحب الفكرة الأصلية.

◆ ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية و المرجعية ، إذ يعتبر الاختلاف في الفتوى المتعلقة بالمعاملات المالية بين الدول الإسلامية و في بعض الحالات في الدولة الواحدة من طرف هيئات الفتاوى الشرعية، أمرا يصعب إتساع مجال العمل بالمنتجات المالية الإسلامية ، لذلك لا بد من توحيد الرؤى الشرعية و محاولة العمل على تقارب الفتوى الشرعية ، لتجنب الشك و عدم اليقين من طرف المتعاملين الماليين المسلمين.

◆ المنافسة و تسويق المنتجات إذ يلاحظ أن المؤسسات المالية التقليدية و أسواق المال التقليدية أكثر تطورا و إتساعا على المستوى الدولي ، و ذلك راجع إلى تراكم سنوات الخبرة و التطوير ، لذلك على الأسواق المالية الإسلامية و المؤسسات المالية الإسلامية العمل على كسب مكانة أكبر في سوق العالمية من أجل ضمان تسويق منتجاتها المالية و تطور أسواقها.

◆ الموارد البشرية، و هي واحدة من أكثر المسائل الإدارية المزعجة لمنتجات المالية الإسلامية ، بسبب فقدان الخبرات المدربة و المؤهلة من حيث المعرفة الضرورية بالصيرفة الإسلامية و التوافق مع الشريعة ، حيث يبلغ عدد هذه الخبرات حوالي 250 ألف موظف نصفهم في الشرق الأوسط و 85% منهم لهم خلفية مصرفية تقليدية ، هذا ما أعاق تطوير الهندسة المالية الإسلامية ، حيث أن ضعف اليد العاملة و عدم تأهيلها يفرض تهديدا على الهندسة المالية الإسلامية و خاصة المخاطر التشغيلية.

## الفرع الثاني: منهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية

يمكن أن تعمل المؤسسات المالية الإسلامية على تطوير منتجاتها المالية و بالتالي الهندسة المالية الإسلامية ، بعدد من المداخل و المناهج ، لكن في الإجمال يتم الإعتماد على منهجين إثنين أساسيين هما منح المحاكاة و منهج الأصالة و الابتكار.<sup>(1)</sup>

## أولاً: منهج المحاكاة

وفق لهذا المنهج يتم مقدما تحديد الهدف أو النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية ، و هي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي ، و بغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات ، و هذه الطريقة تثير الكثير من الجدل ، لأنها تتبع المنهجية القائمة على المحاكاة و التقليد للمنتجات المالية التقليدية ، و إن كان من أبرز مزاياها السهولة و السرعة في تطور المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الوقت و الجهد في البحث و التطوير ، فان سلبياتها عديدة منها:

- عدم الالتزام بالضوابط الشرعية أو عدم جوازها كلياً ، و هذا ما يجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة.
- إن المنتجات المالية التقليدية تناسب الصناعة المالية التقليدية ، و تحاول معالجة مشكلاتها و أزمتها ، فإن محاكاة مثل هذه الأدوات يستلزم التعرض لنفس المشكلات ، و هذا قد يؤدي بإنصهار الصناعة المالية الإسلامية في التقليدية و الحكم عليها بأحكام الصناعة المالية التقليدية الفاشلة و المتسببة في الأزمات الإقتصادية.
- منتجات الهندسة المالية التقليدية جزء من منظومة متكاملة من الأدوات و المنتجات القائمة عن فلسفة و رؤى موحدة ، و محاولة تقليد إحدى الأدوات يجر الصناعة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر الأدوات في هذه المنظومة و مكوناتها، و هو ما يفقد الهندسة المالية الإسلامية شخصيتها و مميزاتها.

## ثانياً: منهج الأصالة و الابتكار

هو المنهج الثاني في تطوير الهندسة المالية الإسلامية و يهدف هذا المنهج بالأساس إلى تطوير المنتجات المالية الإسلامية من خلال البحث عن الإحتياجات الفعلية للعملاء و العمل على تصميم المنتجات المناسبة لها ، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ و أحكام الشرعية الإسلامية ، أي إيجاد هندسة مالية إسلامية و هذا من خلال الدراسة المستمرة لإحتياجات العملاء و العمل على تطوير الأساليب التقنية و الفنية اللازمة لها ، و ذلك لضمان الكفاءة الإقتصادية للمنتجات المالية ، كما يتطلب وضع أسس واضحة لبصناعة الهندسة المالية الإسلامية و التي تكون مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية ، و هذا المنهج هو الأكثر كلفة من التقليد و المحاكاة ، (لكن الكلفة

<sup>1</sup> - مداني احمد، قندوز عبد الكريم، الأزمة المالية و استراتيجيات تطوير المنتجات المالي الإسلامية، متداولة للملتقى الدولي، الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية النموذج المصرفي في الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عي الدفلة، 2010، ص، 13.

العالية تكون في بداية التطوير و العمل بالمنتج ثم تخفض فيما بعد) في المقابل هو الأكثر جدوى و فعالية وإنتاجية و من جهة ثانية فان هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية ، كما يسمح لها بالإستفادة من المنتجات المالية التقليدية مادامت تتوافق مع الشرع الإسلامي.<sup>(1)</sup>

---

<sup>1</sup> - محمد كريم فروف، مرجع سابق، ص، 16.

## الخلاصة

بعد تطرقنا في هذا الفصل لسوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث مقومات قيامها، والية عملها وكذلك تكييفها الفقهي للعمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية الإسلامية وكذلك الهندسة المالية الإسلامية، يمكننا أن نستخلص ما يلي:

- ❖ سوق الأوراق المالية الإسلامية هي أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وتعتمد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وإنشائها لم يكن إلا منذ وقت قصير جدا مقارنة بالأسواق المعاصرة.
- ❖ إن الدافع وراء خلق أسواق للأوراق المالية الإسلامية هو المعاملات الأخلاقية المنهي عنها شرعا في أسواق المعاصرة مثل الربا، البيوع الصورية الإحتكار إتفاقيات التلاعب في الأسعار والأسواق العامة.
- ❖ الفرق الجوهرى بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و الإسلامية ، هو تقييد هذه الأخيرة بجملة من الضوابط الشرعية التي تضبط معاملاتها وكذلك لتبعدها عن الشبهات
- ❖ تعرف سوق الأوراق المالية الإسلامية نفس القوانين والتنظيمات الضابطة للعمل في السوق المعاصرة مثل هيئة الرقابة القانونية والسماسة والتسعير والأوامر في السوق إلا أنها ترفض المضاربة بالمفهوم الإقتصادي المعاصر، وتزيد عن كل ذلك بهيئة الرقابة الشرعية التي لها أهمية كبيرة في تحديد المعاملات والأوراق المالية الجائز تداولها والتعامل بها في سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- ❖ يمنع إستعمال أسلوب البيع على المكشوف وأسلوب الشراء بجزء من الثمن أو الشراء بالهامش، وإنما تسمح فقط سوق الأوراق المالية الإسلامية بأداء المعاملات العاجلة بكامل الثمن، كما أن السوق الإسلامية لا يمكن أن تتم فيها العمليات الآجلة بنوعيتها وبالطريقة التي تتم في سوق الأوراق المالية المعاصرة.
- ❖ إن الهندسة المالية الإسلامية لا تحظى بتعريف خاص بها وإنما هي مثلها مثل الهندسة المالية الوضعية باختلاف مهم هو أن منتجاتها يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- ❖ من الأهمية بما كان وجود هندسة مالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية نظرا لإحتدام المنافسة بين أسواق الأوراق المالية الإسلامية و المعاصرة ، فمن غير المنطقي أن تكتفي أسواق الأوراق المالية

الإسلامية بالأدوات التقليدية وتضيق الفرص الإستثمارية الأخرى على المستثمر المسلم أو المستثمر في السوق الإسلامية.

❖ يمكن تطوير الهندسة المالية الإسلامية من خلال منهج المحاكاة مع أسواق الأوراق المالية المعاصرة والتكيف الفقهي لأدواتها، أو من خلال منهج الأصالة والإبتكار من خلال إيجاد أدوات مستقلة على ما هو موجود في سوق المعاصرة.

الفصل الرابع أدوات الإستثمار في  
سوق الأوراق المالية الإسلامية

تمهيد

إن أساس نجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية يتمثل في تنوع فرص الإستثمار التي توفرها للمستثمرين، ويكون هذا التنوع في فرص الإستثمار من خلال تنوع أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، لذلك يجب أن تكون لسوق الأوراق المالية الإسلامية أدوات إستثمار خاص به، فهي تختلف عن تلك الموجودة في سوق الأوراق المالية المعاصرة، وأساس الاختلاف الجوهرى يكمن في مدى توافقها مع ضوابط الشريعة الإسلامية مثل الأسهم العادية ولكن تكون صادرة عن أنشطة إقتصادية جائزة شرعا، وبعض الأوراق المالية الأخرى غير مقبولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية مثل السندات وبعض الأوراق المالية المشتقة مثل العقود المستقبلية وعقود المبادلة.

لذلك فإن تداولها في سوق الأوراق المالية الإسلامية غير مقبول شرعا، ومن ذلك نجد ما يسمى بالتكيف الفقهي لبعض الأدوات المالية إن أمكن ذلك، وإلا لا بد من توفير بديل لهذه الأدوات مثل الصكوك الإسلامية والمشتقات المالية الإسلامية التي جاءت بها الهندسة المالية الإسلامية أو كيفتها على نظيرتها الوضعية.

ومما سبق يمكننا التطرق في هذا الفصل إلى الإستثمار من المنظور الإسلامي و الأسهم في سوق الأوراق المالية الإسلامية وتكييفها الفقهي، بالإضافة إلى البدائل الشرعية للسندات في سوق الأوراق المالية الإسلامية، المشتقات المالية الإسلامية.

**المبحث الأول : الإستثمار من المنظور الإسلامي**

**المبحث الثاني: الأسهم في سوق الأوراق المالية الإسلامية**

**المبحث الثالث: البدائل الشرعية للسندات في سوق الأوراق المالية الإسلامية**

**المبحث الرابع: أنواع الصكوك و المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية**

## المبحث الأول : الإستثمار من المنظور الإسلامي

الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي ينطلق من مبدأ أن المال هو مال الله ، والإنسان هو المستخلف في الأرض لإعمارها وكذا لإنماء وإثمار المال الذي أودعه الله عند هذا الإنسان ، والذي يعتبر رشيدا غير سفيه ولا يحق له أن يهدر مال الله الذي إستخلفه فيه ، لذلك فإن للإستثمار أهمية إقتصادية في الإقتصاد الإسلامي من أجل تحقيق منافع تعود على الفرد والمجتمع الإسلامي عامة ، وفي مبحثنا هذا سوف نعالج موضوع الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي من حيث ماهية الإستثمار من المنظور الإسلامي ،بالإضافة إلى دوافع الإستثمار في الإسلام و ضوابطه

## المطلب الأول : ماهية الإستثمار من وجهة نظر الإقتصاد الإسلامي

المعنى الإصطلاحي والفقهي للإستثمار عند الفقهاء لا يخرج عن معناه اللغوي، فالفقهاء لم يستعملوا لفظ الإستثمار ، لكنهم يستعملون لفظ التثمين ويقصدون به تكثير المال وتنميته بسائر الطرق المشروعة وأكثر ما يستعمله الفقهاء في هذا المجال كلمة التنمية والإستثمار وهو طلب النماء .

وعليه لم يكن يذكر الإستثمار بصفة مباشرة ولكن كان يفهم ذلك من حديثهم عن بعض وجوه الإستثمار ومن شواهد ذلك ما ذكره الغزالي في تعريف المال الذي تجب فيه زكاة التجارة بقوله : ( وهو كل ما قصد فيه الإبتجار عند إكتساب الملك فيه بمعاوضة محضة ) ، أيضا ذكر الكاساني في كتابه بدائع الصنائع لفظ الإستثمار عند تعريفه لعقد المضاربة فقال : ( وللمضارب أن يسافر بالمال ، لأن المقصود من هذا العقد إستثمار المال ، هذا المقصود بالسفر أوفر ... ) .

كما ذكر الدردير في كتابة الشرح الصغير لفظ التنمية للدلالة على معنى الإستثمار في باب القراض حيث قال : ( القراض جائز ، لأن الضرورة دعت إليه ، لحاجة الناس إلى التصرف في أموالهم ، وليس كل أحد يقدر على التنمية بنفسه ) (1).

أما فقهاء الإقتصاد الإسلامي في العصر الحالي قدموا مجموعة من التعاريف الإقتصادية الفقهية وإن تباينت فيما بينها إلا أنها في مجملها تصب في المعنى الإقتصادي والشرعي الواسع الموحدة ومن هذه التعاريف .

"هو الجهد الواعي والرشيد يبذل في الموارد المالية والقدرات البشرية بهدف تكثيرها وتنميتها والحصول على منافعها وثمارها" (2)

<sup>1</sup> - هشام كامل قشوط ، المدخل إلى إدارة الإستثمارات من منظور إسلامي ، دار النفائس،عمان ،الأردن ، ط 1 ، 2014 ، ص-ص 18 - 19

<sup>2</sup> - حسين محمد سمحان ، مرجع سابق ، ص ، 207 .

كما يعرف بأنه "عملية يتم من خلالها تنمية رصيد رأس المال أو الطاقة الإنتاجية للمشروع أو المجتمع سواء بالكشف عن الثروات الطبيعية و إستغلال المتاح منها إستغلالاً أمثل أو بتكوين السلع الإنتاجية الجديدة والتي تساهم في إشباع الحاجات بطرق مباشرة أو غير مباشرة"<sup>(1)</sup>

الإستثمار في المنظور الفقهي يراد به "قيام الفرد المسلم أو الجماعة بتوظيف ماله الزائد عن حاجاته الضرورية بشكل مباشر أو غير مباشر في نشاط إقتصادي لا يتعارض مع مبادئ الشرع ومقاصده العامة ، وذلك بغية الحصول على عائد منه يستعين به ذلك الفرد المستثمر أو الجماعة المستثمرة على القيام بمهمة الخلافة لله وعماراة الأرض"<sup>(2)</sup>.

كما عرف الإستثمار من منظور الإسلامي بأنه " تنمية المال بشرط مراعاة الأحكام الشرعية عند إستثماره فهو طلب ثمرة المال ونمائه في أي قطاع من القطاعات الإنتاجية سواء كان ذلك في التجارة أو الصناعة أو غيرها من الأنشطة الإقتصادية المختلفة ، وهو ما يتوافق مع تعريف الإستثمار بأنه إضافة على الناتج القومي في إطار أحكام الشريعة"<sup>(3)</sup> .

من التعريف السابقة للإستثمار من منظور الفقه الإسلامي نلاحظ أن الإستثمار في الإسلام لا يخرج عن أمرين إثنين هما :<sup>(4)</sup>

**أولهما :** أن الإستثمار في الشريعة الإسلامية يتعلق بالمفهوم العام للإستثمار لأنه يشمل جميع النشاطات التي تنطوي على عمليات إنفاق الأموال بهدف الحصول على منفعة مستقبلية .

**ثانيهما :** أن الشرط المهم لوصف عمليات الإستثمار بأنها إسلامية هو إلزامها بحدود الشريعة الإسلامية وهذا يقودنا إلى القول بأنه ليس هناك إستثمار إسلامي ذو صفات خاصة وإنما هناك إستثمار متطابق مع الشريعة الإسلامية .

ومنه فإن المهم لعملية الإستثمار ليس الإسم تتم في ظله ، بل أن تكون منسجمة مع الحدود و الضوابط والأحكام المقررة في نصوص الشريعة والقطعية من القرآن والسنة النبوية ، وما نشأ عنها من قواعد فقهية للمعاملات الشرعية ، فطالما كانت المعاملات و التصرفات و العمليات الإستثمارية ملتزمة بالحدود الشرعية ، فهذا يكفي لتنتعها بالإستثمار الإسلامي .

<sup>1</sup> - خلف سليمان صالح سليمان النمري ، شركات المساهمة في المنهج الإسلامي ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2000 ، ص، 28

<sup>2</sup> - قطب مصطفى سانو ، قطب مصطفى سانو ، الإستثمار ، أحكامه و ضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس ،الأردن ، ط1 ، 2000، ص ، 24 .

<sup>3</sup> - قراوي أحمد الصغير ، محددات وموجهات الإستثمار من منظور إسلامي ، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغربية ، سطيف ، الجزائر ، 25 - 28 ، ماي ، 2008 ، ص ، 2 .

<sup>4</sup> - عبد العزيز الجبوري ، إدارة إستثمارات المصارف الإسلامية ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والإقتصاد ، جامعة السمتصرية، 1320 هـ /

## المطلب الثاني : دوافع الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي

تختلف دوافع أو مقاصد الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي عن الإقتصاد الوضعي أو ما يمكن أن نسميه الإقتصاد الرأسمالي ، فهذا الأخير بالنسبة له فإن الهدف الأول هو تحقيق أكبر عائد من الإستثمار و بأقل مخاطرة، أما إذا نظرنا إلى الإقتصاد الإشتراكي الذي كان هو المنافس للإقتصاد الرأسمالي سابقا ، فإن الإقتصاد الإشتراكي كان يهدف من خلال عملة الإستثمار إلى إشباع حاجات المجتمع بالدرجة الأولى ، لكن نجد أن الإقتصاد الإسلامي يأخذ الموضع الوسط بين النقطتين السابقتين حيث يهدف إلى خلق منفعة عامة للمجتمع و الحق في تحقيق الربح و إتمام المال و تنمية اقتصاد ، و بذلك فهو يحافظ على حق الملكية الفردية في إطار المنفعة الإجتماعية، و إنطلاقا مما سبق يمكن أن نذكر الدوافع أو المقاصد التالية من الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي<sup>(1)</sup>

## الفرع الأول : مقصد الحفاظ على المال وتنميته

إن تحقيق التنمية الإقتصادية التي تضمن الرفاهية الشاملة و الإستقرار الإجتماعي و الإقتصادي للمجتمع يتوقف بالدرجة الأولى على مدى محافظة أفراد تلك المجتمعات على تنمية ثرواتها وإستغلال مواردها الطبيعية عبر وسائل معينة ، لذلك فإن مقصد الحفاظ على المال وتنميته وزيادته هو من مقاصد الشريعة المهمة التي لا بد على المستثمر المسلم أن يهتم به أيضا ، وذلك من خلال إستثمار المال الزائد والذي إئتمنه عليه الله عز وجل ، وتحقيقا لهذا المقصد ، فإن الشرع إعتنى بوضع جملة متنوعة من التدابير الكفيلة للحفاظ على هذا المقصد ، ومن هذه التدابير إعتبار الإستثمار في حد ذاته واجبا شرعيا يأجر المكلف به ويعاقب على تركه بدون عذر ، وكذلك من التدابير الأخرى تحريم الإكتناز الذي هو حبس المال وتعطيله دون إستثماره وهذا التحريم مذكور في القرآن الكريم بصريح الآية ، إذ قال عز وجل ﴿وَالَّذِينَ يَكْتَنُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ﴾<sup>(2)</sup> .

كما حارب الدين الحنيف بعض الأعمال والتصرفات الأخرى المخالفة للدين مثل تحريم التعامل بالربا والإحتكار وأنواع أخرى من البيوع الغرر والنجش وغيرها من المعاملات غير الأخلاقية وغير الشرعية ، التي

<sup>1</sup> - قطب مصطفى سانو ، مرجع سابق ، ص، 65.

<sup>2</sup> - سورة التوبة ، الآية رقم، 34.

إعتمدها الناس إعتقاداً منهم أنها تزيد في نماء المال وإكثاره ، إلا أنها تعطل عن الإستثمار و لا تحقيق النفع للمجتمع مثل الربا الذي يتسبب في زيادة تكاليف الإستثمار وبالتالي زيادة البطالة والتضخم في المجتمع .

### الفرع الثاني : الحفاظ على ديمومة تداول المال

في حقيقة الأمر هذا الدافع هو مكمل أو نتيجة حتمية لتحقيق الدافع الأول إذ أن تنمية المال وزيادته بالوسائل المذكورة سابقاً ، من تحريم الإكتناز و الإحتكار و الربا ، في حد ذاته تحقيق للدافع الثاني حيث إذا تحققت الدافع الأول ساعد ذلك على تداول المال وتقلبه بين أفراد المجتمع .

وما يلاحظ أنه إذا كان المجتمع تنفسي فيه ظاهرة الإحتكار و الإكتناز ، فإن ذلك يؤدي إلى إصابة المجتمع بالطبقية مما يؤدي إلى شيوع الجرائم وعدم الإستقرار في المجتمعات ، وفي المقابل قدم الشرع الحكيم مجموعة من الأوامر من شأنها العمل على تحقيق هذا المقصد ومنها : إيجاب الزكاة حيث قال تعالى: ﴿ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ لَعَلَّكُمْ تُرْحَمُونَ ﴾ <sup>(1)</sup> إن الأمر بأداء الزكاة في حقيقته قصد منه تحقيق مقصد ديمومة تداول المال ، إذ لولا الزكاة لبقيت كل الأموال في أيدي الأغنياء ، ولن تصل إلى الفقراء ، إضافة إلى الزكاة حدد الله عز وجل نظام الميراث في الشريعة الإسلامية ، والقصد من تأسيسه هو تحقيق المقصد العام المذكور ، لأن المال يتم تداوله بسبب توزيع الميراث على أكبر عدد من الناس إذا وجدوا ، وبالتالي فإن اليد الجديدة لا بد أن تقوم بالإستثمار ثم التوريث لمن بعده مرة أخرى <sup>(2)</sup>

### الفرع الثالث : تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والمجتمع

إذا كان مقصد الحفاظ على إستدامة المال وتنميته وزيادته والخروج بالمال من عالم الإكتناز الضيق ومن عالم الإسراف المقيت و التبذير المدمر و التقتير المبدد إلى عالم الإستنماء والزيادة و الثمير ، وإن كان المقصد الثاني يهدف إلى إستمرار عملة تداول المال من يد إلى أخرى للتأكد من عدم إنحصاره في أيدي فئة قليلة من أفراد المجتمع إلى التداول من فئات كثيرة من أفراد المجتمع ، فإن تحقيق المقصد الأول والثاني هو من أجل تحقيق غاية أسمى وأكبر وأشمل في المجتمع هو إزالة الفقر والفاقة من السواد الأعظم من أفراد المجتمع الإسلامي ، إذ تعتبر

1- سورة النور ، الآية رقم ، 56.

2- بن الضيف محمد عدنان ، الإستثمار في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص، 16.

الرفاهية الشاملة للفرد و المجتمع هو المقصد الأساس للإستثمار من المنظور الإسلامي فمهمة الإستثمار لا تتوقف عند تنمية المال وتداوله فحسب ، وإنما تتجاوزها إلى تحقيق الرفاهية والرقي للفرد والمجتمع<sup>(1)</sup> .

إن تحقيق هذا المقصد من الإستثمار ، يتوقف على مدى مراعاة المستثمر المسلم عند إستثماره لجملة من المبادئ الإقتصادية ، كمرعاة مبدأ حسن التخطيط ، ومبدأ المفاضلة بين أساليب الإستثمار المتاحة ، ومبدأ المفاضلة بين مجالات الإستثمار في الحاجات على الكماليات ، وكذلك على المستثمر أن يلتزم بجملة من الضوابط الأخلاقية و الشرعية و الإقتصادية في عملية الإستثمار لكي يكون إستثماره أداة لعمارة الأرض و الإستخلاف فيها ، والذي هو الهدف الرباني الذي خلق الإنسان من أجله .

### المطلب الثالث : ضوابط الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي

للإستثمار الإسلامي مجموعة من الضوابط التي جاءت بها الشريعة الإسلامية السمحة ، لتكون بذلك الإطار العام الذي يجب أن يلتزم به المسلمون من أهل الإقتصاد في معاملاتهم و إستثماراتهم ، ومن هذه الضوابط ما يلي :<sup>(2)</sup>

#### الفرع الأول : الضوابط العقائدية

وتشير الضوابط العقائدية إلى مجموعة من المبادئ والقواعد الثابتة النابعة من العقيدة والدين والموجهة للتصرفات المالية للمستثمر المسلم .

#### أولا : الإدراك والإقتناع بأن المال مال الله وأن ملكيته له عز وجل

وفي هذا الصدد يمكن الإستدلال بالآية التي يقول فيها المولى عز وجل: ﴿وَلِلَّهِ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا تَخْلُقُ﴾<sup>(3)</sup> ، حيث أن الله عز وجل هو المالك الحقيقي لكل شيء وبما في ذلك المال كما صرحت بذلك آية أخرى حيث يقول الله تعالى: ﴿وَأَتَوْهُمْ مِّن مَّالِ اللَّهِ الَّذِي ءَاتَنكُمْ﴾<sup>(4)</sup> وهي أكثر تصريحاً على أن المال لله إبتداءً و إنتهاءً ، كما أن الله تعالى هو صاحب المال فإن له الحق عز وجل أن يقيد ويضبط أوجه

<sup>1</sup> - قطب مصطفى سانو ، مرجع سابق ، ص، 79.

<sup>2</sup> - هشام كامل قشوط ، مرجع سابق ، ص، 47.

<sup>3</sup> - سورة المائدة ، الآية رقم، 17.

<sup>4</sup> - سورة النور ، الآية رقم ، 33.

صرف وإنفاق هذا المال ووسائل إستثماره ، ومن يستخلف في هذا المال يجب عليه أن يلتزم بهذه التوجيهات كالوكيل الذي لا يحق له التصرف فيما وكل فيه إلا بإذن موكله و وفق ما إشتراط عليه وبينه له .

كما أن المستخلف في المال أو المالك الثاني بعد الله عز وجل عليه أن يستحضر الأمور الآتية عند تصرفه في المال (1).

❖ إعتقاد المستثمر بأن يده عارضة غير أصلية على المال الذي بيده ، و إعتبار أن تصرفه فيه كتصرف الوكيل في ملك غيره .

❖ ضرورة الإعتقاد و إيمان المستثمر بأن هذه الوكالة أو الإستخلاف في المال مؤقت لا يدوم .

❖ بما أن المستثمر بمثابة الوكيل في المال فعليه أن يتصرف فيه بأمر وضبط الموكل وهو الله عز وجل .

ثانيا : إبتغاء وجه الله و رضاه من وراء الإستثمار

وهذا المبدأ عام ينطبق على أعمال المسلم وتصرفاته ، وهذا المبدأ هو الذي يميز المسلم عن غيره قال الله عز وجل : ﴿ قُلْ إِنْ صَلَاتِي وَنُسُكِي وَمَحْيَايَ وَمَمَاتِي لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ ﴾ (2) ، وهو الذي يوجه سلوك المسلم للسير في طريق الخير والإبتعاد عما يغضب الله حتى في وجوه الإستثمار (المالي) ، بل إن أولى وجوه الأعمال التي يجب أن تنضبط بهذا الضابط هو إستثمار المال لأهميته وحساسية ، ولكي لا يتحول معبودا من دون الله ، ويصبح كل هم الإنسان ومبلغ علمه ، لذلك يقول الله عز وجل : ﴿ وَأَتَّبِعْ فِي مَآءَاتِنِكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ ۗ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَا ۗ وَأَحْسِنَ كَمَا أَحْسَنَ اللَّهُ إِلَيْكَ ۗ وَلَا تَبْغِ الْفَسَادَ فِي الْأَرْضِ ۗ إِنَّ اللَّهَ لَا يُحِبُّ الْمُفْسِدِينَ ﴾ (3) فهذه الآية القرآنية توجه الإنسان إلى ضرورة أن يكون مبتغاه فيما آتاه الله من المال و إستخلفه عليه مرضاة الله (4).

1- قطب مصطفى سانو ، مرجع سابق ، ص، 119.

2- سورة الأنعام ، الآية رقم ، 162.

3- سورة القصص ، الآية رقم، 77.

4- هشام كامل قشوط ، مرجع سابق ، 48.

الفرع الثاني : الضوابط والقيم الأخلاقية

✓ ومنه هذه الضوابط والقيم الأخلاقية الصدق والأمانة والوفاء بالعهد وغير ذلك من الأخلاق ذات العلاقة ، والأخلاق في الإسلام لها مكانة عظيمة وحثت النصوص القرآن الكريم والسنة المشرفة على ذلك كثيرا.

✓ فالمسلم أمين في مجال الكسب وأمين في معاملاته من الآخرين <sup>(1)</sup> لحديث الرسول الكريم صلى الله عليه وسلم ﴿التاجر الصدوق الأمين مع النبيين والصديقين والشهداء﴾ <sup>(2)</sup> فهذا يؤكد على إعتبره الأمانة والصدق ضابطا أساسيا من ضوابط الإستثمار المالي ، وعليه ضرورة تجنب المستثمر الكذب والخيانة في إستثماراتهم مهما كان الإغراءات والظروف .

✓ كما أن من أسباب نجاح المستثمر على صعيد الأفراد أو الجماعات هو الوفاء والإلتزام بالإتفاقيات المبرمة ، في كل جوانب الإستثمار سواء مواعيد الإستلام أو التسليم أو في مواعيد الدفع والتسديد .

✓ بالإضافة إلى المساحة في المعاملات والتي من فوائدها سهولة التعامل وتيسير المعاملات وسرعة دوران رأس المال <sup>(3)</sup> ونجاح الإستثمارات ففي الحديث الشريف ﴿رحم الله عبدا سمحا إذا باع ، وسمحا إذا إشتى ، وسمحا إذا قضى ، سمحا إذا إقتضى﴾ .

✓ كما أن المستثمر المسلم عليه أن يجتنب الضرر والضرار في المعاملات ، أي لا يعتمد على إلحاق الضرر أو الأذى بالناس ونشر الفساد وقد نهى الرسول صلى الله عليه وسلم ، حيث أن رسول الله عليه الصلاة والسلام قضى ﴿أن لا ضرر ولا ضرار﴾ ووفقا لهذا المعيار كل حق في الإسلام مقيد بمنع الضرر لتحقيق المصلحة للأفراد والنشاط الإنساني يجب أن يتسم بالمنفعة المتبادلة

الفرع الثالث : الضوابط الإقتصادية للإستثمار في الإقتصاد الإسلامي

لإكمال مجموع ضوابط الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي ، لابد من التطرق للضوابط الإقتصادية ، لأن المستثمر المسلم لا يكتفي بالتقيد بالضوابط العقائدية والأخلاقية ، فالمستثمر المسلم يجب أن يعمل لآخرفته وتحقيق النفع للمجتمع ولا ينسى حظه من الحياة الدنيا ، وذلك من خلال إلتزامه ببعض الضوابط الإقتصادية التي تحقق له و لإستثماره النجاح والنمو وزيادة المنفعة الخاصة والعامة و من هذه الضوابط ما يلي :

<sup>1</sup>- شقيري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، مرجع سابق ، ص، 266.

<sup>2</sup>- أخرجه الترمذي ، باب اليوع ، 1130 ، صحيح الترغيب والترهيب ، 1782/2.

<sup>3</sup>- شقيري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، مرجع سابق، ص ، 206.

أولاً : الإلتزام بمبدأ حسن التخطيط عند الإستثمار

يراد بالتخطيط عند كثير من علماء الإقتصاد إعداد خطط للتنمية الإقتصادية و الإجتماعية ، وذلك خلال فترة زمنية طبقاً لأهداف معينة ، و الخطة تعني في الواقع أنها مجموعة القرارات التي يتخذها المخطط خلال فترة زمنية معينة بغية تحقيق أهداف محددة خلال فترة معينة ، وبقدر ما يحسن المستثمر التخطيط قبل إستثمار أمواله بقدر ما يكون العائد أكبر .

لذلك على المستثمر الإستفادة من العوامل الإستراتيجية الموجودة في عصوره وبيئته ، مثل الإستعانة بسائر الدراسات الإستثمارية المتاحة فيأخذ منها ما لا يتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية ، و ينتفع بما كان سبباً في تحقيق الأرباح مستعينا بذلك على تحقيق مبدأ الإستخلاف في الأرض ، ومبدأ عمارة الأرض ، وتحقيق الرفاهية الشاملة للمجتمع ، إنه ليس من الوارد في الإسلام أن يستنكف المستثمر عن الإستفادة بإستراتيجيات الإستثمارية سواء أكانت من أفكار المسلمين أو من أفكار غيرهم<sup>(1)</sup> ، والهدف من الإستثمار هو التنمية والنماء الخاص والعام للمجتمع .

ثانياً : الإلتزام بمبدأ حسن ترتيب أولويات الإستثمار

على المستثمر المسلم أن يلتزم بمبدأ المفاضلة بين مجالات وأنواع الإستثمارات المتنوعة في عصره ، بحيث يراعي عند الإستثمار الفرق في الضروريات والحاجات والتحسينات ، كما ذكرنا سابقاً ، لهذا لا يستطيع المستثمر المسلم الساعي لتحقيق مقاصد الشريعة أو دوافع الإستثمار أن يستثمر ماله في ما لا ينفع المجتمع أو ما لا يحتاجه المجتمع بشكل ضروري والمقصود بالضروريات هي التي تقوم عليها مجموعة معينة من السلع والخدمات الضرورية والتي تضمن حفظ الكليات الخمسة والتي هي : (الدين ، النفس ، العقل ، النسل ، المال)<sup>(2)</sup> .

كما أن الشريعة الإسلامية توجهه المستثمر للقيام بدراسة جدوى عمله الإستثمار ، وتفحص ما يمكن أن يترتب عليه من نتائج إيجابية أو سلبية حتى لا تضع جهود المستثمر هدراً ، وحتى تحقق الإستثمارات في بلاد المسلمين المصالح المتوقع منها للفرد والمجتمع ، ولأجل ذلك لقد فتحت الشريعة أبواباً متعددة للإستثمار خاصة

1- قطب مصطفى سانو ، مرجع سابق ، ص، 209.

2- صالح صالح ، المنهج التنموي البديل في الإقتصاد الإسلامي ، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة ، ط 1 ، 2006 ، ص ، 218.

أولئك الذين لا يستطيعون الإتجار بأنفسهم أول ليس لديهم الخبرات الكافية<sup>(1)</sup> ، لذلك على المستثمر المسلم القيام بعملة المفاضلة بين الإستثمارات من حيث الزمن والعائد والمخاطرة كما يلي :<sup>(2)</sup>

أ- المفاضلة الزمنية : إن جمهور العلماء القدامى قد أجازو الزيادة في الثمن وقالوا إن للزمن حصة في الثمن ، كما هو جائز اليوم البيع بالتقسيط .

ب- المفاضلة بين العائد والمخاطرة : إذا كان ثمة إستثماران متساويان في كل شيء إلا أن الربح في أحدهما أعلى من الثاني وجب إختيار الإستثمار ذي الربح الأعلى مع شرعية كليهما .

<sup>1</sup> - هشام كامل قشوط ، مرجع سابق ، ص، 54.

<sup>2</sup> - بن الضيف محمد عدنان ، الإستثمار في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص، 20.

## المبحث الثاني: الأسهم في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتداول في سوق الأوراق المالية المعاصرة اليوم عددا و نوعا كبيرا من الأوراق المالية ، و لعل من أهم و أكثر الأوراق المستخدمة في السوق هي الأسهم ، و في الإطار سوق الأوراق المالية الإسلامية لابد من توفر أدوات للإستثمار تتوافق مع مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية ، التي يعتبر معيار قياس موافقة أنشطتها مع مبادئ الإسلام هو عدم إشتغالها على حرام أو جهالة أو غرر أو ضرر للمتعاملين و للإقتصاد ككل ، لذلك سوق تعالج في هذا المبحث إمكانية توفر الشروط الشرعية في الأسهم لقبولها كأداة استثمارية يمكن الإستفادة منها في سوق الأوراق المالية الإسلامية و ذلك من خلال ، حكم إصدارها و موقف الإسلام من شركات المساهمة ، ثم حكم تداولها و التكليف الفقهي لكل نوع من أنواع الأسهم المعمول بها في السوق المعاصرة.

## المطلب الأول: حكم شركات المساهمة في الاقتصاد الإسلامي

إن إصدار الأسهم يعتبر أساسا إنشاء لشركة المساهمة ، أو قيام هذه الأخيرة بإصدار أسهم من أجل تمويل أو إقامة المشروعات الضخمة ، على غرار كل المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية التي لها حق إصدار الأسهم و منه قبل التطرق إلى حكم إصدار الأسهم يجب النظر في طبيعة الشركة في الإقتصاد الإسلامي و شركة المساهمة بوجه خاص و حكمها الشرعي.

## الفرع الأول: الشركة في الاقتصاد الإسلامي

الشركة في الفقه الإسلامي تنقسم إلى نوعان هما: شركة الأملاك و شركة العقود ، أم النوع الأول ينقسم إلى نوعان هما، نوع يثبت بفعل الشريكين كالمساهمة ، و نوع يثبت بغير فعلهما كالميراث ، و أما شركة العقود فهي: عقد بين إثنين أو أكثر في عمل تجاري بقصد الربح ، يسهم المتعاقدان بالمال و الجهد معا ، أو أن يكون المال من أحدهما و العمل من الآخر (مثل المضاربة في الإسلام) ، على أن يكون الربح بينهما حسب ما يتضمنه العقد أو حسب ما يتفقان عليه ، وكذلك الأمر بالنسبة للخسارة<sup>(1)</sup> وتنقسم الشركة عموما إلى أربعة أقسام أو أنواع هي:<sup>(2)</sup>

## أولا: شركة الأموال

في هذا النوع من الشركات يتراضى فيها ، الشركاء أو الشركان بمقدار من الأموال محددة لغرض التجارة ويمكن لهذا النوع أن يكون شركة مفاوضة أو عنان ، أما المفاوضة فهي التي يفوض فيها الشركاء بعضهم بعضا و يلتزم بعضهم بعمل بعض سواء حضروا أو غابوا ، فتظهر منا صفة الوكالة و الكفالة للأطراف الشركاء في

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البراوري، مرجع سابق، ص، 84.

<sup>2</sup> -Seif el -Dine. Tajel- Dine, Towards an Islamic of stock market , J.KAU. Islamic Econ, Vol, 14,2002,P-P, 5-6

شركة المفاوضة ، أما العنان فيه تقيّد لتصرف الشريك الوكيل ، حيث تتحقق فيه أهلية الوكالة لكن التصرف يكون بعد الاستئذان ، كذلك المساهم في شركة المساهمة كالشريك في العنان ، فإذا كان الشريك يملك حصته من موجودات شركة العنان فكذلك المساهم ، و كون الشركة لها شخصية إعتبارية لا يبطل حق المساهم في تملك موجوداتها.

#### ثانيا: شركة الصنائع

و فيها أن يكون الشركاء أصحاب حرف أو صنعة واحدة أو مختلفة ، فيتفقوا على تقاسم الأعمال و توزيع المكاسب بينهما ، و هي كذلك يمكن أن تكون مفاوضة أو عنان ، و هذا النوع من الشركاء قد قبل به أو أجازته كل من الحنيفة و المالكية والحنابلة.

#### ثالثا: شركة الوجوه

و هذا النوع من الشركات أو الشراكة لا يعتمد على مال أو حرفة ، و لكن يعتمد على ثقة الناس بالمشاركين وذلك لحسن التصرف و الخبرة في البيع و الشراء.<sup>(1)</sup>

#### رابعا: شركة المضاربة.

هذا النوع من الشركة يدفع فيه إحدى الأطراف المال و يسمى رب المال لطرف الثاني يسمى المضارب (أو المدير) للإستثمار في شركة تجارية ، و يتم تقسيم الربح والخسارة بمقدار الحصة المعلومة في الشركة لكل طرف.

#### الفرع الثاني: شركة المساهمة وموقف الفقه منها

قبل التطرق إلى التكيف الفقهي لإنشاء شركة مساهمة يجب أولا التطرق إلى تعريفها و مفهومها.

#### أولا: ماهية شركة المساهمة

لقد نشأت شركات المساهمة قبل خمسمائة عام تقريبا في مدينة البندقية بإيطاليا ، ثم إنتقلت بعد ذلك إلى الدول الإسلامية و هي متأثرة بالنظام الرأسمالي ، بإعتبار أن الهدف الأساسي منها هو جمع المال من المساهمين ما أمكن ، فالقائمون على هذه الشركات يؤمنون بأن المال يجب أن يستثمر و لا يكتنز أو يبقى خاملا.<sup>(2)</sup> أما من وجهة نظر إقتصادية فإن إنشاء أو تأسيس شركات المساهمة و خاصة في الإقتصاد الإسلامي الذي يختلف من الإقتصاد الرأسمالي الربوي قد أباح إنشاء و التعامل مع شركات المساهمة (سوف نناقشها فيما بعد أحكامها الفقهية) لأجل توفير فرص إستثمار المال الزائد عن الحاجة في المجتمعات الإسلامية من أجل إنماء

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص84.

<sup>2</sup> - نضبه مسعودة، مرجع سابق، ص81.

المال و تطويره و تحقيق النفع للمجتمع من خلال المشروعات التي سوف توجه إليها الأموال المستثمرة في شركة المساهمة.

و منه يمكن تعريف شركة المساهمة على أنها " هي شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة ، يمكن تداولها على وجه المبين في القانون ، و تقتصر مسؤولية المساهمين على أداء قيمة الأسهم التي إكتتبوا فيها ، و لا يسألوا عن ديون الشركة إلا في حدود ما إكتتبوا فيه من أسهم".<sup>(1)</sup>

و هي " شركة لا أساس فيها للإعتبار الشخصي ، و المسؤولية محدودة للشريك المساهم فيها بقدر حصته في الأسهم، و الإسم التجاري مستمد من غرضها ، و لا يحمل إسم أي من الشركاء و الشريك المساهم لا يكسب صف التاجر".<sup>(2)</sup>

و من التعاريف السابقة نجد أن شركة المساهمة تمتاز بخصائص قد تميزها على باقي أنواع و أصناف الشركات.

#### ثانيا: خصائص شركة المساهمة

تمتاز شركة المساهمة بما يلي:<sup>(3)</sup>

- 1- رأس مال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول.
- 2- الشريك لا يكون مسؤولا عن ديون الشركة إلا بقدر مساهمة.
- 3- لا يمتلك المساهم صفة التاجر لمجرد دخوله في الشركة خلافا للشركاء المتضامنين و التوصيه الذين يعتبرون تجارا و يسألون عن ديون الشركة في أموالهم الخاصة و هذا يعني أن الشركة المساهمة ذمة مالية مستقبلية عن ذمة الشركاء.
- 4- إفلاس الشركة لا يترتب عليه إفلاس الشركاء فيها، عكس شركة التضامن أو شركة التوصية.
- 5- لا تعنون شركة المساهمة بإسم الشركاء ، و بإسم أحد منهم بل أكثر من ذلك الشركاء فيها مجهولون و لا يعرف بعضهم بعض.
- 6- لشركة المساهمة مجلس إدارة مفوض لإدارتها يقوم بتصريف جميع شؤون الشركة ، و يتولى إدارتها و يخضع هذا المجلس لإشراف الجمعية العامة للمساهمين العادية ، و تنعقد من أجل مناقشة المركز المالي للشركة و نتائج الأعمال و تقارير مراقبة الحسابات ، بالإضافة إلى إنتخاب مجلس الإدارة و عزله إذا تطلب الأمر ، وكذلك المصادقة على الميزانية و الحسابات الختامية.

<sup>1</sup> - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص، 109.

<sup>2</sup> - عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية و القانون الوضعي، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1998، طبعة الرابعة، ص، 135.

<sup>3</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص-ص، 243-244.

ثالثاً: الحكم الشرعي لشركة المساهمة

إختلف الفقهاء و الباحثون المعاصرون في حكم شركة المساهمة على قولين:<sup>(1)</sup>

أ- قول الأول: جواز شركة المساهمة.

وقد ذهب جمع غفير من الفقهاء المعاصرون لجواز شركة المساهمة و منهم ، الشيخ محمد بن إبراهيم آل الشيخ ، و أعضاء اللجنة الدائمة للبحوث العلمية و الإفتاء في المملكة العربية السعودية و هم الشيخ عبد العزيز ابن باز، و عبد الله بن فعود، و عبد الله بن غديان ، و الشيخ عبد الرزاق عفيف ، بالإضافة إلى أعضاء اللجنة السابقة الذكر نجد كذلك، الشيخ محمد الشلتوت، و الشيخ محمد أبو زهرة ، و الشيخ علي حفيف ، و الشيخ محمد بن صالح العثيمين و الدكتور محمد يوسف موسى رحمهم الله، و الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع والدكتور عبد العزيز الخياط ، و غيرهم.

كما صدر بصدد ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي رقم 63 ، فقد جاء في القرار: بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض و أنشطة مشروعة أمر جائز.<sup>(2)</sup>

و من الأدلة على جواز شركات المساهمة ما يلي:<sup>(3)</sup>

إستدل من أباح التعامل مع شركات المساهمة عموماً بأدلة المذكورة في القرآن و السنة و التي تحت على الوفاء بالعقود و الشروط كقوله تعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾<sup>(4)</sup> و قوله صلى الله عليه و سلم: ﴿المسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً ، أو أحل حراماً﴾<sup>(5)</sup> و يظهر من هذه الآية و هذا الحديث أن الأصل في العقود و الشروط الإباحة إلا ما دّل على تحريمه ، و شركة المساهمة عقد من العقود تدخل في هذا الأصل.

إن ما ذكر سالفاً في حكم شركة المساهمة كان عاماً و مجملاً ، أما الآن سوف نحاول التطرق إلى آراء العلماء و الفقهاء المعاصرون بشيء من التفصيل كما يلي:<sup>(6)</sup>

1- مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، مرجع سابق، ص، 127.

2- قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم، 63.

3- مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1 ،مرجع سابق، ص، 129.

4- سورة المائدة، الآية رقم ،1.

5- جامع الترميذي، كتاب الأحكام، باب ذكر عن رسول الله (ص) في الصلح بين الناس، الحديث، رقم، 1352، ص ، 326.

6- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص- ص، 245-249.

نجد الشيخ محمد يوسف موسى الذي لا يرى أي مانع في جواز المساهمة في الشركات بملكية عدد من أسهمها لتوافر الشروط الشرعية فيها لصحتها ، لأن لها حصتها من الربح و عليها نصيبها من الخسارة فالربح كما أثار الشيخ تارة يستحق بالعمل و تارة يستحق بالمال ، و لا شيء من الربا و شبهته في هذه العملة.

أما الشيخ على الحفيف يرى إباحة كل الشركات القانونية ما دامت تحمل معنى الشركة ، و يرى أنه يمكن إدماجها في الشركات الفقهية ، و لا عبرة بإختلاف الأحكام ما دام ذلك لا يتعارض مع الأصل من أصول الدين الكلية فيقول في تخريج أو التكيف الفقهي لشركة المساهمة ﴿والعمل في مالها يكون عادة لغير أرباب المال فيها ، و لذلك فهي تعد من قبيل القراض (المضاربة) في هذه الحالة﴾.

و بالنسبة للدكتور عبد العزيز الخياط فقد فصل في قضية شركة المساهمة من الناحية القانونية و التنظيمية للشركة، و بين الأدوات التي تتعامل فيها أو تصدرها معتبرا ذلك من قبيل التصرفات فقال الدكتور عبد العزيز ﴿تتحقق في الشركة ما إعتبره القانون أركاناً و إعتبره الشرع أركاناً أو شروطاً أو أجزائه ، و قال "إن شركة المساهمة تنطبق عليها قواعد شركة العنان من شركات الأموال في الفقه الإسلامي و فصل ذلك بقوله، إن تقديم الحصة بالأسهم، و إشتراك المساهم في الجمعية العامة للشركة ، و ممارسة حقه الذي يعطيه له النظام العام ، و إختلاط الأموال و ثبوت الشركة بهذا الإختلاط أو بالشراء أو البيع أو بالتصرف بمال الشركة في حدود أغراضها المشروعة، و قيام مجلس الإدارة أو المدير الشريك بالتصرف في أمور الشركة بالوكالة عن بقية الشراء ، كل هذا ينطبق على القواعد الشرعية في شركة العنان﴾<sup>(1)</sup>

كما ساهم الدكتور صالح المرزوقي صاحب رسالة ﴿شركات المساهمة في النظام السعودي﴾ و قال إن شركة المساهمة الخالية من الربا و الشروط المحرمة جائزة شرعا ، و ينطبق عليها قواعد شركة العنان، و أضاف قائلاً ﴿و هي إما شركة عنان بحتة أو شركة عنان و مضاربة﴾ و فصل في ذلك القول بقوله: إن إشتراك في شركة المساهمة أن يساهم أعضاء مجلس الإدارة و على أن يأخذ أعضاء المجلس مكافأة في شكل نسبة في الربح كانت شركة عنان و مضاربة لأن مجلس الإدارة سيتكفل بالعمل مقابل نصيب من الربح و إستدل على ذلك بما جاء في المغني : إن إشتراك مالان و بدن صاحب أحدهما فذلك جائز ، و إذا قلنا أن مجلس الإدارة يأخذ أجره أو مكافأة و لا يكون مساهما ، تكون شركة عنان بحتة ، لأن مجلس الإدارة حينئذ يعمل بالوكالة عن جميع الشركاء و الوكالة بالأجر جائزة شرعا ، و منه فإن توفرت هذه الشروط حسب الدكتور صالح المرزوقي فإن حكم شركة العنان أو

<sup>1</sup> - عبد العزيز الخياط، مرجع سابق، ص، 140.

المضاربة هو نفس الحكم الشرعي لشركة المساهمة ، مع الإشارة أنه ليس كل ما هو في شركة المساهمة جائزا شرعا ، فمثلا التعامل بالسندات محرم و غير مقبول مهما كان الحال أو الوضع حسب الدكتور صالح المرزوقي.<sup>(1)</sup>

### ب- القول الثاني: عدم جواز شركة المساهمة

لقد وجدت بعض الآراء التي ترى عدم جواز مثل هذه الشركات و لا تخرج أحكامها على الأساس الفقهي للشركات، و قد استدلووا ببعض الأدلة التي سوف نوردتها كما يلي:<sup>(2)</sup>

1- إن عقد الشركة يشترط فيه أن يكون بين شخصين أو أكثر حسب أحكام الشرع الإسلامي ، لأن العقد شرعا هو إيجاب و قبول بين الطرفين أو أكثر ، فإن خلا العقد من ذلك لا ينعقد العقد و لا يسمى عقدا شرعا، و إنما شركة المساهمة إتفاق بين المؤسسين على شروط الإشتراك و لا يباشرون الإشتراك بالفعل حتى يتفقون على شروط الشركة ، بل يتفاوضون و يتفقون على الشركة فقط ثم يضعون صكا هو نظام الشركة ، و يجري التوقيع على هذا الصك من كل من يريد الإشتراك ، و منه حسب أصحاب هذا الرأي فإن عقد الشركة بهذا الشكل باطل.

و الرد على هذا القول أن الإيجاب متوفر في نظام الشركة الذي وضعه المؤسسون في الصك الموقع منهم أو ممن يمثلون ، بينها يعد قبول المكتتب شراء السهم ، و التوقيع على ذلك قبولا شرعيا منه ، فإرتباط الإيجاب الصادر من المؤسسين بالقبول الصادر من المكتتب ، و هذا هو مقتضى العقد الشرعي و منه فإن الإيجاب والقبول لا يشترط لصحتها اللفظ و النطق بهما ، بل ما تعارف عليه انه إيجاب و قبول فهو كذلك ، و يقول ابن القيم: «و التحقيق أن المتعاقدان إن عرفا المقصود إنعقدت بأي لفظ من الألفاظ عرف به المتعاقدان المقصود، وهذا حكم شامل لجميع العقود، فإن الشارع لم يحد للألفاظ حدا، بل ذكرها مطلقة»<sup>(3)</sup> ، و يتضح من هذا أن العقد ينعقد بكل ما دل عليه من لفظ أو إشارة أو كتابة أو رسالة أو إعلان ، مما دل عليه العرف.

2- ينص تعريف الشركة على أن يحصل فيها إتفاق على القيام بعمل مالي بقصد الربح ، و هذا لا يتم في شركة المساهمة ، و إنما تحصل الموافقة من المؤسسة أو المكتتب على دفع المال في المشروع المالي، و هو مخالف للقصد من الشركة ، و بذلك لا توجد شركة بمجرد الموافقة على دفع المال ، لعدم وجود الاتفاقات على القيام بالعمل المالي يقصد الربح، و منه فإن الشركة باطلة.<sup>(4)</sup>

1- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص، 248.

2- عطية فياض، مرجع سابق، ص، 132.

3- محمد فتح الله نشار، مرجع سابق، ص، 129.

4- محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، 196.

و يرد على هذا القول بأن شركات المساهمة تقوم في أصولها على ممارسة الأعمال التجارية بل الغالب في هذا الشركات أنها تنشأ لممارسة مشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة ، فالعمل فيها ركن أساس لا يمكن أن تخلو منه الشركة ، و كيف يتحقق الربح من دون عمل و الذي يقوم بالعمل هو مجلس الإدارة نيابة عن الشركاء الذين إختاروه بما لهم من حق التوكيل.<sup>(1)</sup>

3- ضرورة وجود البدن أي الشخص المتصرف عنصر أساسي في إنعقاد الشركة و إذا لم يوجد البدن لم تنعقد الشركة ، و شركة المساهمة لا وجود للعنصر الشخص فيها مطلقا ، فالأموال هي التي إشتكت لا أصحابها ولذلك فلا صلاحية لأي شريك مهما بلغت أسهمه فإن يتولى أعمال الشركة بوصفه شريكا، و إنما يسير أعمال الشركة شخص آخر هو المدير أي مجلس الإدارة المنتخب من طرف الجمعية العامة و التي يكون فيها لأي شريك عدد الأصوات بعدد الأسهم التي يمتلكها ، و منه فإن الذي يصوت و يختار هو عدد الأسهم (الأموال) لا الشريك في شركة المساهمة و منه ليس للبدن وجود.

و الردّ على ذلك بأن الشركاء في شركة المساهمة كثر بالآلاف ، فكيف يشترك جميعهم في وقت واحد في إدارة الشركة ، لكنهم يوكلون من يقوم عنهم بالعمل من أجل تنظيم العمل ، و يقول عبد العزيز الحياط في هذا الشأن ﴿أي عاقل يقول بان الأموال تشترك مع بعضها البعض من نفسها ، فمتى كانت الأموال تعقل وتتحرك وحدها؟ و في الواقع أن الذي يشترك هو الشخص العاقل المدرك ، و هو الذي يقرر قبول الإشتراك ، و هو الذي يرفض أو يعترض على أعمال الشركة﴾<sup>(2)</sup>

4- إن كون الشركة دائمة فهذا مخالف للشرع ، فالشركة من العقود الجائزة شرعا تبطل بالموت أو الحجر أو الجنون أو الفسخ من أحد الشركاء و إستمرارها مع وجود أحد هذه الحالات يعتبر باطلا.

و يرد على هذا القول بأن ليس هناك ما يمنع شرعا من عدم النص على توقيت الشركة ، و هو ليس شرطا لصحة الشركة بل إن شركة المضاربة إذا أقتت بطلت لأنه قد لا يحدث رواج في تلك المدة ، فهذا القول لا يسنده فقه و لا قانون ، فإذا إتفق الشركاء على ديمومة الشركة فهذا ليس محظورا و لا ممنوعا.<sup>(3)</sup>

بعد تطرقنا لمختلف الآراء المجيزة لرشكات المساهمة مع تقييدها ببعض الشروط مثل عدم التعامل بالربا و أن يكون أصل المعاملات التجارية فيها أو الإقتصادية في المجالات المقبول شرعا و تحقق المصلحة العامة للأمة و بعد تطرقنا كذلك لأراء المعارضين لجواز شركة المساهمة و ذكرنا أهم الأدلة التي إستدلوا بها وجدنا أن لكل دليل جواب يدحضه و ينكره و ينفيه ، كما أن الفقهاء و المعاصرين المختصين في الإقتصاد و المعاملات المالية الإسلامية مما

<sup>1</sup> - محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص، 130.

<sup>2</sup> - احمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص-ص، 131، 132.

<sup>3</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص، 136.

ذكرناهم قد أجازوا شركات المساهمة لما تحققه من مصلحة عامة ، كما أن كل من الأستاذ عطية فياض، و صبري هارون، أحمد بن محمد الخليل ، و سمير عبد الحميد رضوان ، عبد العزيز الخياط، و الدكتور مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، قد رجحوا الرأي الذي يرى بجواز شركة المساهمة على الضوابط المذكورة ، و منه فإن جواز شركة المساهمة يعني جواز إصدار أسهمها ولكن بضوابط شرعية.

#### المطلب الثاني: حكم إصدار الأسهم و ضوابطها الشرعية

بعد التطرق لحكم شركات المساهمة في الإقتصاد الإسلامي و ذكر الأدلة و آراء الفقهاء المعاصرين على جوازها، هذا لا يعني أن كل شركات المساهمة جائزة شرعا ، و كذلك ليس كل ما يصدر عنها مقبولا شرعا في الإقتصاد، لذلك لا بد من ضوابط شرعية تنظم عمل شركات المساهمة في الإقتصاد تضمن عدم خروجها عن ما هو مقبولا شرعا في المعاملات المالية و الإقتصادية ، و في هذا الصدد سوف نتطرق إلى حكم تقسيم رأس مال، الشركة (إصدار أسهم) و كذلك الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم.

#### الفرع الأول: حكم إصدار الأسهم: (تقسيم رأس مال الشركة)

إن تقسيم رأس مال الشركة إلى حصص أو أجزاء أمر لا يتقاضى مع المبادئ العامة للشريعة الإسلامية والقواعد العامة للشركة في الفقه الإسلامي ، فالشريعة الإسلامية تعتمد على التراضي في العقود، و أنه يجوز إشتراط أي شرط أو قيد لا يحل حراما و لا يحرم حلالا، لقوله تعالى ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾<sup>(1)</sup> و هي العهود التي لا تحل حراماً أو تحرم حلالاً ، و ما رواه أبو هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه و سلم قال: ﴿المسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً﴾ فهذه النصوص و غيرها تدل على أن كل مصلحة و كل شرط جائز إلا ما دل الدليل على حرمة ، و أن الأصل في الأشياء الإباحة في العقود الإباحة الأصلية ، ما لم يردّ نص بالتحريم أو قام دليل عليه ، و أن مراعاة مصالح العباد و إختيار أكثرها يسراً مما دعا إليه الإسلام.<sup>(2)</sup>

و يقول الكساني ﴿السهم إسم شائع وهو جزء معلوم من الثلث أو الربع و العشر و نحو ذلك ، فبيع عشرة أسهم من مائة سهم من الدار ، هو بيع عشرة أجزاء من مائة جزء منها ، و هو بيع جزء معلوم منها﴾، و عندما تصدر الأسهم فإنها تصدر بالقيمة الإسمية أي القيمة التي دفعت لإملاكه ابتداء ، و هذا ما يفرضه الشرع، إذ أن الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس مال الشركة يجب أن يكون مطابق للمبلغ الذي ساهم به الشريك

<sup>1</sup> - سورة المائدة، الآية رقم، 1.

<sup>2</sup> - عيد الأول عابدين محمد البسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص، 69.

حقيقة، و خاصة أنه يترتب عليه مقدار حصة الشريك في الأرباح<sup>(1)</sup>، و هذا ما قد أقره مجمع الفقه الإسلامي الدولي و ذلك بنص ورد فيه ﴿أن المحل المتعاقد عليه في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة و شهادة السهم (الصك) عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة﴾، و يستند هذا القول على تخريج شركة المساهمة على شركة العنان المعروفة في الفقه، فالمساهم في شركة المساهمة كالشريك في شركة العنان، فإن كان الشريك يملك حصته في موجودات شركة العنان، فكذلك المساهم، و كون الشركة لها شخصية إعتبارية لا يبطل حق المساهمة في تملك موجوداتها.<sup>(2)</sup>

كما أن الأسهم يترتب لأصحابها حقوقا و إلتزامات متساوية و هو الأصل في الشريعة الإسلامية و مقتضى العدالة في المعاملات، و لا يكتسب أي حق إضافي إلا بزيادة عمل أو مال أو ضمان، (سوف نناقش بعض الاستثناءات في أنواع الأسهم و أحكامها الفقهية في المطلب القادم)، كما أن من خصائص الأسهم في شركة المساهمة أن تجعل مسؤولية الشركاء إتجاه الشركة محدودة بالقيمة الإسمية للأسهم التي يمتلكونها، و هذا التحديد جائزا شرعا و ينطبق عليه الأساس الفقهي لشركة المضاربة، إذ لا يسأل رب المال فيها عن ديون الشركة إلا بمقدار المال الذي قدمه للشركة<sup>(3)</sup>، وهذا ما أشرنا إليه في ما سبق بأن شركة المساهمة قد تكون شراكة عنان بحتة أو شركة عنان و مضاربة في نفس الوقت.

و في الأخير يمكن أن نذكر من العلماء و الفقهاء المعاصرين الذين أجازوا إصدار و ملكية الأسهم، و ذلك ضمينا عندما تكلموا عن وجوب دفع زكاة الأسهم و من بين هؤلاء الشيخ محمد أبو زهرة و الشيخ عبد الوهاب خلاف، كما جاء في فقه الزكاة «الأسهم رأس مال نام يدر ربحا سنويا متجددا، و يكفي بأحد الزكاتين فيه، إما الزكاة عن غلة الشركة و إيرادها، و إما الزكاة عن قيمة السهم و ربحه» و الزكاة كما هو معروف لا تأخذ إلا في معاملة مشروعة مما يؤكد ضمينا مشروعية إصدار الأسهم و الكسب من غلاتها، كما أن الشيخ شلتوت أجاز صراحة الأسهم و إصدارها و تملكها عندما قال: «أما الأسهم وهي في الشركات التي أباحها الإسلام و هي التي تتبع ربح الشركة و خسارتها» و يقسم رأسمالها إلى أسهم و يكتب فيها من يريد و تكون الأسهم عرضة للخسارة و الربح تبعا لنشاط الشركة، و لا ريب في جواز المساهمة في الشركات بتملكه عدد من أسهمها لوفر الشروط الشرعية فيها، إذ أن لها حقا من الربح و عليها نصيبها من الخسارة»<sup>(4)</sup>

1- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص، 171.

2- يوسف بن عبد الله الشيبلي، إصدار و تداول الأسهم و الصكوك و الوحدات الاستثمارية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية (عرض و تقديم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 25 ماي 2010، ص، 86.

3- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص-ص، 175-176.

4- نفس المرجع السابق، ص-ص، 176-177.

## الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم.

بعد بيات جواز إصدار الأسهم و تقسيم رأس مال الشركة إلى أسهم و دخول المساهمين من خلال شراء أو الإكتتاب في الأسهم ، لابد من ذكر الضوابط الشرعية لعملية إصدار الأسهم كما يلي: (1)

➤ أن تكون الأسهم صادرة من شركات ذات أغراض مشروعة ، و يكون موضوع نشاطها حلالا مباحا مثل الشركات المنتجة للسلع و الخدمات الحلال ، أما إذا كان موضوع نشاطها محرما فلا يجوز الإشتراك فيها ولا يجوز تملك أسهمها مثل شركات إنتاج الخمر أو البنوك و المؤسسات المالية الربوية.

➤ و قد أقر ذلك مجمع الفقه الإسلامي العالمي بأن الأصل في المعاملات الحل ، فإن تأسس شركة مساهمة ذات أغراض و أنشطة مشروعة جائز شرعا ، و لاختلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالرّبا أو إنتاج المحرمات و المتاجرة بها. (2)

➤ أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة ومعلومة لدى الناس ، بحيث تتضح سلامة و النزاهة التعامل بها ، فلا يجوز التعامل بأسهم السلة لشركات مساهمة كما هو في الغرب ، دون معرفة حقيقة تلك الشركات ، فمن الأنواع الجديدة في مجال الإستثمار ما يطلق عليه إستثمار في سلة مشتركة لشركات مساهمة أمريكية<sup>(3)</sup> (Mutuel fund) (أو ما يعرف بصناديق الإستثمار المشتركة) ، فهي غير جائز خاصة إذا كانت الشركات التي تدخل ضمن هذه الصناديق تمارس أعمال غير جائزة شرعا كما هو موضح في أول ضوابط الإصدار.

➤ أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي كالربا و الضرر و الجهالة و أكل أموال الناس بالباطل و لذلك لا يجوز للمساهم قبول أسهم الإمتياز التي تعطي حقا ثابتا بغض النظر عن الربح أو خسارة الشركة، لأن الربا محرم شرعا ، و كذلك لا يجوز للمساهم قبول أسهم التمتع التي تعطي صاحبها الأرباح دون المشاركة في المال أو العمل. (4) (سوف نفصل في الحكم الشرعي لأنواع الأسهم لاحقا)

<sup>1</sup> - محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص ، 205.

<sup>2</sup> - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، قرار بشأن الأسواق المالية، رقم 63 (1/7)، عدد المجلة 06، الجزء 02، ص، 1273

<sup>3</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، 178

<sup>4</sup> - نفس المرجع، ص، 187

➤ يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة ، إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة ، و إما بالقيمة السوقية سواء كان بعلاوة إصدار أو بدونها.<sup>(1)</sup>

➤ تقوم بعض الشركات عند طرح أسهمها للإكتتاب بإضافة نسبة معينة إلى نسبة السهم تعرف برسم الإصدار لغرض تغطية تكاليف إصدار الأسهم ، و هذا لا مانع منه شرعا إذا كان رسم الإصدار مقدرا تقديرا مناسبا يتوافق مع التكاليف الفعلية للإصدار ، و قد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي أن «إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار ، لا مانع منها شرعا ما دامت هذه السنة مقدرة تقديرا مناسبا»<sup>(2)</sup>

➤ يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان ، و يقصد بضمان الإصدار الإتفاق عند تأسيس الشركة مع طرف آخر يلتزم بضمان جميع الإصدارات من الأسهم ، أو جزء من ذلك الإصدار و هو تعهد من الملتزم بالإكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره ، و هذا لا مانع منه شرعا بشرط أن لا يحصل على مقابل التعهد أو الضمان و يجوز أن يأخذ مقابل عن العمل الذي يؤديه غير الضمان مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم و الترويج لها.<sup>(3)</sup>

➤ يجوز لشركة المساهمة تقسيط قيمة الأسهم المصدرة للمكتتبين ، و في هذه الوضع لدينا حالتين:<sup>(4)</sup>

**الحالة الأولى:** أن يكون التقسيط أثناء الإكتتاب، فهذا جائز و لا بأس به لأنه كان إشتراك بما دفع و عزم على زيادة رأس المال، فإن قرر الشركاء أن يكون رأس المال قدرا معيناً و سوف يشتركون بنصفه أو ثلثه ثم يزيدون فيما بعد، و قد جاء في قرارات مجمع الفقه الإسلامي العالمي رقم 63 (1/7) أنه لا مانع من أداء قسط السهم المكتتب فيه و تأجيل سداد بقيمة الأقساط ، و لا يترتب عن ذلك مانع شرعي لأن ذلك لا بد أن يشمل جميع الأسهم المصدرة.

**الحالة الثانية:** أن يكون التقسيط بعد الإكتتاب و إستقرار رأس المال و سير عمل الشركة على الوجه المعتاد فهذا في حقيقته أن بعض الشركاء أراد بيع نصيبه أو حصته في الشركة و قَبِلَ أن يقسط ثمن نصيبه لمن باع له حصته هو جائز شرعا لأنه من قبيل البيع بالتقسيط المعروف ، حيث يكون البائع دائنا و المشتري مدين.

<sup>1</sup> - كتاب شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض أسواق المال العربية و الإسلامية، رسالة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013-2014، ص، 170.

<sup>2</sup> - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم 63 (1/7)، مرجع سابق، ص، 1273.

<sup>3</sup> - كتاب شافية، مرجع سابق، ص، 171.

<sup>4</sup> - بن ضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص، 120.

## الفرع الثالث: حكم تداول الأسهم شرعاً.

أصبحت الأسهم تتداول بين أفراد كسائر السلع ، مما جعل بعض الناس يتخذ منها وسيلة للإتجار بالبيع والشراء إبتغاء تحقيق الربح من ورائها، و يكون لنجاح الشركة أو فشلها دور كبير في تحديد القيمة الحقيقية لأسهمها و لقد ذهب جمهور الفقهاء المعاصرين إلى القول بجواز شركة المساهمة ، و يجوز التعامل بالأسهم الصادرة عنها بيعاً و شراءً ، و أدلتهم على ذلك هي:<sup>(1)</sup>

- بيع المساهم سهمه أي حصته الشائعة في رأس مال الشركة جائز لأنه تصرف صادر من أهلية ، و قد أضيف إلى المحل المقابل له ، و أي تصرف وقف هذا الشأن فهو صحيح.
- الأصل في المعاملات الإباحة الأصلية ما لم يرد نص بالتحريم ، و عليه التعامل بالأسهم لا يتعارض مع نصوص الشريعة.
- التراضي في العقود أمر مقرر شرعاً ، و المسلمون عند شروطهم.
- الأساس في التعامل وجود المصلحة الراجحة مع نفي الظلم و الضرر ، و هذا محقق في شركة المساهمة ، و في التعامل بالأسهم مصلحة راجحة.

و الملاحظ في هذا السياق أن أغلب إن لم تكن كل القوانين التجارية في العالم مزجت بين الحق الذي يمثله السهم في الشركة و الصك (أي الورقة أو السهم الذي يمثل هذا الإمتلاك) ، حيث أصبحت حيازة الصك معادلة لتملك الحق في موجودات الشركة ، أما بالنسبة للفقهاء الإسلاميين فإنه ينظر للصك على أنه ورقة لا تعبر عن أي ثمن و لا تعد من جنس الأثمان ، كالذهب و الفضة أو النقود الذهبية أو الورقة الصادرة عن الحكومة و من ثم فإن بيع السهم لا ينصب عليه في ذاته كصك ، و إنما على ما يمثله في أصول الشركة من عقارات و منقولات و أموال و حقوق ، بمعنى آخر ينصب على بيع الجزء الشائع غير المعين في رأس مال الشركة ، و عليه فبيع السهم إنما هو بيع لحصة شائعة، و هو ما قال به مجمع الفقه الإسلامي العالمي في قراره رقم (1/65) في دورته السابعة حيث جاء فيه ما يلي: «أن المحل المتعاقد عليه في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة و شهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة»<sup>(2)</sup>

بعد هذا الطرح يتضح أن تداول الأسهم بيعاً و شراءً في سوق الأوراق المالية الإسلامية جائزاً شرعاً مع مراعاة طرق البيع و الشراء و التداول الصحيحة و التي لا تخل بعقد البيع أو الشراء مثل المعاملات الصورية التي تحدث

<sup>1</sup> - عيد الأول العابدين محمد البسيوني، مرجع سابق، ص،72 و ما بعدها.

<sup>2</sup> - مجلة الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1996، ص، 712.

في أسواق الأوراق المالية المعاصرة كعمليات بيع و الشراء الخيار ، و العقود المستقبلية المتنافية مع أحكام المعاملات والبيوع في الإسلام و سوف نوضح ذلك أكثر لاحقا في هذا الفصل و بخصوص المشتقات المالية الإسلامية.

### المطلب الثالث: المنظور الإسلامي لأنواع الأسهم.

تصدر الأسهم بعدة أنواع يتم تقسيمها حسب عدة إعتبارات منها الشكل القانوني ، أو طبيعة الحصة المساهم بها أو طبيعة الحقوق التي يحصل عليها المساهم في الشركة ، و منه فإنه لا بد من تحديد موقف الفقه الإسلامي من كل نوع و لإظهار الجائز منها و المحرم و إن كان يمكن تكييفه الفقهي كيف سيكون ذلك.

### الفرع الأول: أنواع الأسهم حسب شكلها القانوني.

كما سبق و أن قدمنا في الفصل الثاني من هذه الرسالة تفصيلا لأنواع الأسهم و خصائصها، فإننا سوف نعود بالإختصار لأنواع الأسهم لكن من أجل تحديد الجائز منها و غير الجائز ، أما أنواع الأسهم حسب شكلها القانوني فإنها تقسم إلى ما يلي:<sup>(1)</sup>

#### أولا: الأسهم الاسمية

وهي تلك التي يوضح فيها اسم مالكةا و تنتقل ملكيتها بنقل قيدها في سجل المساهمين، و هذا النوع من الأسهم جائزا شرعا، و ذلك لأن الأصل أن الشريك الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها هو الذي يملك السهم و له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة حصته اسمية.

#### ثانيا: الأسهم لحاملها.

وهي الأسهم التي لا تحمل إسم مالكةا ، و يحصل تداولها بالتسليم من يد إلى يد دون الحاجة إلى إثبات التنازل في دفاتر الشركة ، و يرى بعض الفقهاء أن هذا النوع من الأسهم لا يجوز إصداره شرعا و ذلك للأسباب التالية:

- 1- جهالة المشترك و التي قد تؤدي إلى أن يكون المشترك فاقدا للأهلية.
- 2- هذا الشكل يؤدي إلى ضياع الحقوق ، فإذا سرقت هذه الصكوك أو فقدت فإن حاملها يكون مالكا لها و في هذا تضيع لحقوق الأفراد و إيقاع الضرر بالمساهم.
- 3- إن هذا الشكل يفضي إلى النزاع و الخصومة ، و ما أفضى إلى ذلك يمنع شرعا لأن درء المفاسد مقدم على جلب المصالح.

والأسباب السابقة تؤدي كلها إلى وقوع النزاع و الشقاق بين المسلمين كما أن هذا النوع من الأسهم يحمل الكثير من الضرر و الجهالة و الغرر ، لذلك لا يجوز إصداره شرعا ، و تعتبر الشركة فاسدة غير جائزة إذا تعاملت

<sup>1</sup> - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص، 173.

بهذا النوع من الأسهم ، و عليها في هذه الحالة أن ترد قيمة السهم للمشارك أو تحوله إلى سهم إسمي ، و ذهب بعض الفقهاء و الباحثين إلى أنه يمكن تعديل هذا السهم ، بحيث يصبح مقبولا شرعا و ذلك بأن لا يتم تداوله إلى في مكاتب الشركة ، و بعد التأكد من أهلية المالك الجديد للسهم ، و يسجل إسمه و رقم صكه في دفاتر الشركة.<sup>(1)</sup>

### ثالثا: السهم الإذني أو للأمر

يذكر إسم صاحب الحق فيه مسبقا و يتضمن عبارة لإذن أو لأمر ، و من ثم يستطيع نقل ملكيته عن طريق التظهير دون الرجوع إلى الشركة ، أي تنقل من شريك إلى آخر بأن يكتب على صك السهم تحويلها إلى مالك آخر فيصبح الثاني هو مالك الأسهم و الأول متخليها عنها ، و يظهر من ذلك أنه إذا كان إسم المالك الثاني للسهم غير مكتوب على ظهر صك السهم عند التظهير فإنه لا يعتبر مالكا للسهم أو شريكا في الشركة حتى و لو كان يحمل هذا السهم ، و إذا كتب إسم المساهم الثاني على ظهر صك السهم يصبح هو المالك الحقيقي للسهم و لقيمه بدلا من المساهم الأول ، ووفقا لهذه الميزة يصبح هذا السهم جائزا شرعا سواء أكان بعوض أو من غير عوض كالهبة، و ذلك لإنتفاء الجهالة بمعرفة المساهم الثاني ، و لا يفضي إلى منازعة أو ضرر.<sup>(2)</sup>

### الفرع الثاني: أنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة المدفوعة.

تنقسم الأسهم حسب طبيعة الحصة المدفوعة إلى أسهم نقدية و أسهم عينية و لكل منها حكمها الشرعي.<sup>(3)</sup>

#### أولاً- السهم النقدي

وهو الذي يكتب فيه المشارك أو المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا ، و قد أجمع الفقهاء على جواز الشركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين في المعاوذات كالنقديين ، إذ قال ابن رشد: « فأما محل الشركة فمنه ما إتفقوا عليه و منه ما إختلفوا فيه ، فإتفق المسلمون على أن الشركة تجوز في الصنف الواحد من العين أعني الدنانير والدرهم». و إذا كان الفقهاء قد نصوا على جواز الشركة بالدرهم و الدنانير فإنها تجوز بالعملة النقدية المتداولة وأن لم تكن دراهم و لا دنانير ، لأن الناس تعارفوا عليها و جعلوها قيما للأموال و أثمانا للمبيعات ، و لذلك رأى بعض الفقهاء من الحنيفة و المالكية و الحنابلة جواز الشركة بالفلوس (العملة) الرائجة لأن رواجها يفضي عليها قوة و يجعلها مقبولة بين الناس و يمكن تداولها كأثمان للمبيعات.<sup>(4)</sup>

1- احمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص، 177.

2- عبد العزيز الخياط، مرجع سابق، ص، 221.

3- محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص-ص، 199-200.

4- عطية فياض، مرجع سابق، ص-ص، 179-180.

ثانيا: الأسهم العينية.

هي الأسهم التي تمثل حصص عينية في رأس مال الشركة، و قد تكون هذه الحصص العينية عقارا مثل قطعة أرض تقام عليها منشآت الشركات ، أو مبنى تستخدمه الشركة و كذلك قد يكون منقولا ماديا كالسيارات أو البضائع أو منقولا معنويا كبراءة الإختراع أو علامة تجارية ، حيث تقدر قيمة هذه الأعيان و يعطي لصاحبها من أسهم الشركة بقدر قيمة أعيانه ، و تدخل الحصص العينية إلى جانب الحصص النقدية في تكوين رأس مال الشركة.<sup>(1)</sup>

إن المساهمة بالأسهم العينية يعتبر نوع خاص من المساهمة ، يحتاج إلى أن تولي الشركات و التشريعات أهمية كبيرة بخصوص كيفية تقدير هذه الأسهم العينية إحتسابا للخطأ في تقييم ثمنها الحقيقي وقت الإكتتاب ، و هذا هو مصدر الإختلاف بين الفقهاء في جوازها من عدمه و كانت الآراء مقسمة إلى ما يلي:<sup>(2)</sup>

#### أ- الرأي الأول

ذهب الأمام مالك و الأمام أحمد بن حنبل إلى جواز الشركة بالأسهم العينية ، و الأسهم أو الحصص العينية في القانون الوضعي يقابلها أو يعبر عنها في الفقه الإسلامي بالاصطلاح الشركة بالعروض. وجاء في التاج و الإكليل: "الشركة بالعرضين من صنف واحد جائزة شرعا... " و جاء في المغني: " و عن أحمد رواية أخرى عن الشركة و المضاربة تجوز بالعروض و تجعل قيمتها وقت العقد رأس المال ، قال احمد: إذا إشتراكا في العروض يقسم الربح على ما اشترطا... "

و قد بين صاحب المغني وجه جواز الشركة بالعروض فقال: «لأن مقصود الشركة جواز تصرفهما في المالين جميعا و كون ربح المالين بينهما ، و هذا يحصل في العروض كحصوله في الأثمان فيجب أن تصح الشركة و المضاربة بهما ، كالأثمان» و بما أن رأس المال معلوم يوم عقد الشركة و هو قيمة العروض فكانت العروض كالأثمان.<sup>(3)</sup> و هذا الرأي أجاز العروض مطلقا دون شرط التشابه أو الإختلاف.

#### ب- الرأي الثاني

ذهب الأحناف و الحنابلة في ظاهر المذهب إلى القول بعدم صحة الشركة بالعروض مطلقا، و قد إستدلوا بما روى عن رسول الله (صلى الله عليه وسلم) أنه قال ﴿لا يجل سلف و بيع، و لا شرطان في بيع ، و لا ربح ما لم يضمن، و لا يبيع ما ليس عندك﴾ و وجه الدلالة في ذلك أن الشركة بالعروض تؤدي إلى الربح بدون ضمان، (لأن الربح يتطلب المال أو العمل أو الضمان)، لأن إذا باع كل واحد منهما رأس ماله و إختلف الثمنان، فإن

<sup>1</sup> -كتاف شافية، مرجع سابق، ص، 151.

<sup>2</sup> - عيد الأول عابدين محمد بسيوني ، مرجع سابق، ص-ص، 43-45.

<sup>3</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص180، .

أحدهما سوف يحصل على زيادة في الربح بقدر زيادة رأس ماله عن صاحبه و ربحه يكون لما لم يضمن و ما لم يملك ، بخلاف الدراهم و الدينانير، كما أن قيمة العروض أو تقييمها تختلف باختلاف المقومين و يؤدي ذلك إلى الجهالة، و الجهالة تفضي إلى المنازعة و الفساد ، و هذا غير جائز شرعا.

### ج- الرأي الثالث

يرى الشافعية، و محمد بن الحسن من الأحناف أنه تصح الشركة في مثليات من العروض و ذلك لأن المثلى إذا إختلط بجنسه إرتفع معه التمييز فأشبهه بالنقدين.

بعد عرض الآراء الثلاثة التي تميز الشركة بالعروض مطلقا سواء تشابه العروض أو إختلفت في الجنس و الرأي الذي يحرم أو لا يجيز الشركة بالعروض مخافة الوقوع في الجهالة و الضرر لأحد الأطراف و الرأي الثالث الذي يجيز الشركة بالعروض إذا كانت متماثلة أي في نفس الجنس تجنبا للتفاضل و التمييز في القيمة عند عقد الشركة أو عند بيعها ، فإن الراجح حسب كثير من الفقهاء و الباحثين المعاصرين هو الرأي الأول و ذلك نظرا لتطورات في المعاملات الإقتصادية و ظهور النقود كوسيط- دائما حسبهم قد قضى هذا على سبب الخلاف في المسألة فالواقع يؤكد أن معظم الشركات صارت تتم وفق الحصص النقدية ، و إذا إقتضت الظروف أن تكون الشركة بالأسهم العينية فإنه توجد معايير دقيقة لتقييم العروض بالأثمان و النقود تقيما يرفع التفاضل أو التمييز بين الأعيان، و منه تصبح الحصة العينية تحت ضمان الشركة بمجرد تقديمها ، و عليه يجوز تقديم الحصة العينية طالما يمكن معاينتها وتقويمها تقويما صحيحا في صورة نقدية.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث: أنواع الأسهم حسب الحقوق التي تمنحها لصاحبها

وفقا لهذا المعيار تنقسم الأسهم إلى نوعين هما، الأسهم العادية و الأسهم الممتازة، و قد فصلنا في كل منهما في ما سبق، و سوف نأتي في هذا الجزء على الحكم الشرعي كل منهما.

#### أولا: الأسهم العادية

و هي أسهم تتساوى في قيمتها، و تخول المساهمين حقوقا متساوية فهي تعطي حاملها الحقوق العادية المترتبة للمساهم دون أي إمتيازات ، و هي أسهم مشروعة و يجوز إصدارها، فصاحب السهم العادي شريك بطريقة شرعية، لا محذور فيها و لا خلاف بين جمهور الفقهاء عليها<sup>(2)</sup>.

<sup>1</sup> - احمد محي الدين احمد، مرجع سابق، ص، 178.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص، 178.

## ثانيا: الأسهم الممتازة

هي الأسهم التي تعطي أصحابها حق الحصول على مزايا كأولوية قبض ربح أو أولوية في إسترداد ما دفع من رأس مال عند التصفية ، أو تحديد نسبة معينة من الربح أو إحدى المزايا الأخرى التي لا يحصل عليها أصحاب الأسهم العادية ، و منه فإن حكمها الشرعي يختلف باختلاف الميزة المعطاة مع السهم.<sup>(1)</sup>

أ- الأسهم الممتازة التي تعطي الحق لصاحبها في الحصول على أرباح مثل تخصيص 5% من الأرباح ، هذه النسبة زيادة على الربح العادي الذي يقابل مقدار نصيبه في الشركة.

ومنه فإن حكم هذه الأسهم يبنى على حكم زيادة الربح لأحد الشركاء بدون أن يقدم هذا الشريك أي مقابل من عمل أو مال أو ضمان ، و هذه الزيادة غير جائزة شرعا لإتفاق كل العلماء و الفقهاء ، لأن فيها ظلما و اللاعدل بين المساهمين ، وقال ابن المنذر في ذلك :«أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على إبطال القراض إذا إشتراط أحدهما أو كلاهما لنفسه دراهم معلومة ، و ممن حفظنا ذلك عنه مالك و الأوزاعي و الشافعي وأصحاب الرأي.»

ب- و إذا كان سيترتب على السهم إستيفاء فائدة سنوية سواء رحمت الشركة أم لا ، فهذا الإمتياز الباطل شرعا لأنه يتضمن الربا و الضرر و الظلم.

ج- و إذا كان إمتياز السهم هو حق إسترجاع قيمته كاملة يوم تصفية الشركة و قبل إجراء القسمة بين الشركاء و توزيع ما بقي من الأرباح على أصحاب الأسهم العادية ، فهذا غير جائز شرعا ، لأن الشركة تقوم على المخاطرة في الربح و الخسارة.

د- و أما الإمتياز الجائز هو منح صاحب السهم حق أولوية في الإكتتاب بأسهم الشركة الجديدة ، لأنهم الشركاء الأولون و لا يصح أصلا إصدار أسهم جديدة دون موافقتهم .

الفرع الرابع: أنواع الأسهم حسب استهلاكها و استرداد قيمتها .

و يضم هذا التقسيم نوعان من الأسهم هما كما يلي:<sup>(2)</sup>

أولاً: أسهم رأس المال: و هي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ، و لا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة أي لا تستهلك قيمتها ، و هذا النوع جائز شرعا ، فهو الأصل و القاعدة في الشركات في الإسلام.

ثانيا: أسهم التمتع (الإستهلاك): و هي الأسهم التي أستهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها الإسمية إلى المساهم تدريجيا ، أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة و هو ما يسمى بإطفاء السهم.

<sup>1</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص-ص، 205-206.

<sup>2</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص-ص، 97-98.

إن الأصل في الأسهم هو عدم جواز إخراج المساهم أو الشريك بإستهلاك أسهمه ، و لكن هناك حالات تضطر الشركة إلى إخراج أسهم التمتع ، إذا كان نشاطها في المجالات التي تستهلك بعد مدة زمنية كالإستثمار في السفن البحرية أو سيارات النقل ، أو كان نشاطها يتعلق بإستغلال موارد طبيعية مثل الثروات الطبيعية كالمعادن و نحوها و التي تنتهي بعد مدة.

أما رأي الفقه فيها فهو مقسم بين الجائز و غير الجائز حسب صورة الإستهلاك.

● فهي غير جائزة (أسهم التمتع) في حالة إسترداد القيمة الإسمية للسهم و كانت أعلى من القيمة الحقيقية للسهم لأنه إستوفى رأس المال المدفوع بالكامل فتقطع صلته بالشركة فلا يستحق أي ربح و لا يتحمل أي خسارة و في حالة إسترداد القيمة الحقيقية للسهم سواء كانت أعلى أو أقل من القيمة الإسمية ، فتنتهي علاقته بالشركة فلا يحصل على أي ربح و لا يتحمل خسارة ، و لأن الربح في الشركات يستحق بإحدى الأسباب التالية و هي المال أو العمل أو الضمان و هي غير متوفرة في الحالتين السابقتين.

● أما الحالات الجائزة في أسهم التمتع هي:

1- أن يعطي المساهم القيمة الإسمية أقل من القيمة الحقيقية ، فيبقى له الحق في موجودات الشركة حسب النسبة الباقية من قيمة أسهمه غير المستردة.

2- التصفية الجزئية المستمرة بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي و حسب عدد الأسهم.

3- إقتطاع مبلغ معين من أرباح الشركة سنويا و إيداعه بإسم المساهمين ، إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعا إلى حين إنتهاء الشركة أو إنتهاء إمتيازها فيأخذونه.

فلا يجوز إنشاء أو إصدار أسهم التمتع إلا بالصور الثلاثة الأخيرة و ذلك لأن عقد الشركة في الإقتصاد الإسلامي مبني على المساواة بين جميع الشركاء.<sup>(1)</sup>

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص، 99.

## المبحث الثالث : البدائل الشرعية للسندات في سوق الأوراق المالية الإسلامية

السندات هي إحدى أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة و تحتل هذه الأداة مكانة مهمة من حيث التمويل بالنسبة للحكومات أو المؤسسات العامة أو الخاصة ، وهذا ما ساعد على إنتشارها و تداولها بشكل كبير في أسواق الأوراق المالية المعاصرة ، لكن لهذه السندات سلبيات و ذلك لإعتمادها على سعر الفائدة الذي أثبت الإقتصاد العالمي و خاصة أزمة 2008 الفشل الكبير للإقتصاد الرأسمالي الذي يقوم أساسا على سعر الفائدة ، و بالنسبة للإقتصاد الإسلامي فإن التعامل بالسندات ذات الفائدة غير مقبول ، و لهذا تعمل أسواق الأوراق المالية الإسلامية على إيجاد بدائل لهذه الأداة الإستثمارية ، ومنه سوف نعالج في هذا المبحث السندات و أحكامها الفقهية ثم التطرق لبدائلها الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية .

## المطلب الأول: مفهوم السندات و أحكامها الشرعية

قبل النظر للحكم الشرعي للسندات لا بد من التوقف عند مفهوم السندات و تعريفها بشكل مختصر نظرا لتطرقنا لها في الفصل الثاني من هذه الرسالة .

## الفرع الأول : مفهوم السندات

تعرف السندات بعدة تعريفات وضعها الإقتصاديون و القانونيون و كل هذه التعريفات تتفق على أن السندات هي وثيقة تعاقد ملزمة حول قرض بفائدة لأجل معين ، و تتداول هذه الوثائق في الأسواق المالية و تصدر هذه السندات سواء من طرف البنك المركزي الممثل للحكومة ، أو من طرف الشركات الخاصة ، و لذلك فإن السندات هي: "صك قابل للتداول تصدره شركة أو شخص معنوي و يتعلق بقرض طويل الأجل" (1)

وتعرف السندات بأنها قرض يقسم إلى وحدا قياسية، كل وحدة منها تسمى سند" (2)

أما مجمع الفقه الإسلامي فقد عرفها في قراره بشأن السندات بأنها "شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الإستحقاق ، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند ، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغا مقطوعا أو حسما" (3)

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 103.

<sup>2</sup> - Miles livingston, **money and capital markets**, New York Institute of finance, second edition, P. 384

<sup>3</sup> - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم: 60 (6/11)، بشأن السندات، ج2، ص، 1273.

الفرع الثاني: المنظور الإسلامي للسندات

بعدما بينا تعريف السندات و خصائصها من خلال التعاريف ومن بين هذه الخصائص الزيادة المشروطة أو مايسمى بسعر الفائدة الإسمي الثابت في صك السند مقابل المدة الزمنية ، فإن الحكم الفقهي ينطلق بالإعتماد على الخصائص الموجودة في السندات ، و في هذا الإطار إختلف الفقهاء المعاصرون في حكم التعامل بالسندات على النحو التالي<sup>(1)</sup>

أولاً: القول الأول

ذهب غالبية العلماء المعاصرين إلى عدم جواز التعامل بالسندات و شهادات الإستثمار دون التفريق بين أنواعها ، و من هؤلاء الشيخ شلتوت و الدكتور يوسف موسى و الدكتور يوسف القرضاوي و الدكتور عبد العزيز الخياط، و الدكتور علي السالوس، و الدكتور صالح المرزوقي، و إستدلوا بذلك بما يلي:

أ- إن السند قرض على الشركة أو المؤسسة التي أصدرته لأجل بفائدة مشروطة و ثابتة ، فهو من ربا النسيئة الذي نزل تحريمه بالقرآن الكريم ، حيث قال تعالى : ﴿ الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴾<sup>(2)</sup> و قوله تعالى: ﴿ يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ ﴾<sup>(3)</sup>

ب- إجماع العلماء و المذاهب الفقهية على منع الزيادة المشروطة على أصل القرض ، حيث يرى الأحناف و المالكية و الشافعية و الحنابلة حرمة الزيادة المشروطة على أصل القرض مع إختلاف أدلتهم على ذلك<sup>(4)</sup>

<sup>1</sup> - محمد عثمان شبير ، مرجع سابق ، ص-ص ، 216-217.

<sup>2</sup> - سورة البقرة ، الآية رقم، 275

<sup>3</sup> - سورة البقرة ، الآية رقم ، 276

<sup>4</sup> - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص-ص، 204-205.

ت- السندات قروض إنتاجية وهي القروض التي تستخدم لأغراض إستثمارية بعد تملكها و تتضمن ضمان ردّ القيمة الإسمية لها مع زيادة ثابتة، فهي قروض ربوية.<sup>(1)</sup>

ث- حامل السند ليس بشريك في المؤسسة، و لا تتحقق معنى الشركة شرعا ، وذلك لمشاركة حامل السند بنسبة مئوية ثابتة دون الخسارة ، و ضمان رأس ماله كاملا سواء ربحت الشركة أو خسرت.

### ثانيا: القول الثاني

إن التعامل بشهادات الإستثمار جائزا شرعا و أن أرباحها حلال و هذا ماذهب إليه العلماء المعاصرون منهم الشيخ علي الخفيف، و مفتي جمهورية مصر الدكتور محمد سيد طنطاوي ، و الأستاذ الدكتور أحمد شبيلي، و الشيخ محمد إسلام مذكور ، و الشيخ عبد العظيم بركة ، و الشيخ الغزالي ، و الشيخ عبد المنعم النمر، و الشيخ عبد الوهاب خلاف ، و إستدلوا عبي ذلك بما يلي<sup>(2)</sup>

أ- إن شهادات الإستثمار ( السندات ) صورة من صور المضاربة ، وهي جائزة شرعا.

ب- شهادات الإستثمار من المعاملات الحديثة التي تحقق نفعاً للأفراد و الأمة و الأصل في المعاملات الحل فيجوز منها ما هو نافع.

ت- شهادات الإستثمار التي تطرحها الدولة للبيع و يكتتب فيها الجمهور يهدف مساعدة الدولة في تمويل خطة التنمية و تعبئة المدخرات في صالح البلاد ، و أن الدولة هي التي تقوم بدفع الأرباح لأصحاب الشهادات ، و أن شهادات الإستثمار تعتبر وديعة أذن صاحبها بإستثمار قيمتها و ليست قرضا منه للبنك.

ث- الفائدة التي يحصل عليها مالك الشهادات هي نوع من المكافأة أو الهبة ، و للدولة أن تكافئ أبناءها العقلاء لقوله صلى الله عليه و سلم: ﴿ من أسدى إليكم معروفا فكافئوه ﴾ ، وهي من باب قوله

تعالى<sup>(3)</sup>: ﴿ وَإِذَا حُيِّتُمْ بِتَحِيَّةٍ فَحَيُّوا بِأَحْسَنَ مِنْهَا أَوْ رُدُّوهَا إِنَّ اللَّهَ كَانَ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ حَسِيبًا ﴾

ج- هذه المعاملة تقوم على أساس التراضي بين طرفيها ، و هذا التراضي يجعل المعاملة جائزة.

ح- إن تحديد الفائدة أو الربح أصبح ضروريا بعد فساد ذمم الكثير من الناس و ذلك لضمان حقوق الناس و ضمان عدم أكل أموالهم.

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام برواري، مرجع سابق، ص، 149.

<sup>2</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، 226-227.

<sup>3</sup> - سورة النساء، الآية رقم، 86.

ثالثاً: القول الثالث.

ذهب بعض العلماء المعاصرين إلى التفريق بين أنواع السندات ومن هؤلاء الشيخ عبد العظيم بركة ، و الشيخ جاد الحق علي جاد الحق مفتي جمهورية مصر العربية سابقا ، فقد قالوا بجواز التعامل بالشهادات أو السندات الثالثة (ج) التي يصدرها البنك الأهلي المصري فقد قال الشيخ عبد العظيم بركة " إن الشهادة ذات الجوائز ( حرف ج) المال المدفوع فيها قرض، حيث إنتقل المال المدفوع فيها إلى مالك البنك و إنه حل شرعا بل هي مندوبة ، حيث أن المصالح فيها متحققة و المفسدة متوهمة ، و الأحكام لا تبني على الأوهام"<sup>(1)</sup>

وجاء في فتوى الشيخ جاد الحق علي جاد الحق "...أما شهادات الإستثمار الثالثة (ج) ذات الجوائز دون الفائدة ، فتدخل في نطاق الوعد بجائزة الذي أباحه بعض الفقهاء ، ومن ثم تصبح قيمة الجائزة من المباحات شرعا"<sup>(2)</sup>

و الراجع هو القول الأول حيث أن السندات قروض بفائدة ، وعلى ذلك فإن كافة أنواعه السندات لا تخرج عن كونها عقد قرض إجتمعت فيه عناصر الدين الثلاثة وهي: الدين و الأجل ، و الزيادة المشروطة في الدين مقابل الأجل.<sup>(3)</sup>

وقد صدر قرار من مجمع الفقهي الإسلامي حول السندات في القرار رقم 6/11/62 بشأن السندات و جاء فيه مايلي:<sup>(4)</sup>

إن مجلس الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 14-20 مارس 1990 م ، وبعد إطلاعه على أبحاث و التوصيات و النتائج المقدمة في ندوة الأسواق المالية المنعقدة في الرياض في 1989 م أفتى مجلس الفقه الإسلامي بما يلي:

✓ إن السندات التي تمثل إلتزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرما شرعا من حيث الإصدار أو التداول أو الشراء.

✓ تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري بإعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الإسمية

<sup>1</sup> - محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص، 219.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص، 219.

<sup>3</sup> - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص- ص، 228

<sup>4</sup> - المرجع السابق، ص-ص، 231-231.

✓ كما تحرم السندات ذات الجوائز بإعتبارها قروضا أشرت فيها نفعا أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين بالإضافة إلى شبهة القمار.

✓ من البدائل الشرعية للسندات المحرمة، الصكوك الإسلامية القائمة على أساس المضاربة لمشروع إستثماري معين ، بحيث لا يكون لهما فائدة أو نفع مقطوع ، و إنما تكون لهم نسبة من الربح في هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه الصكوك و لا ينالون هذا الربح إلا إذا تحققت فعلا.

وبعد بيان الحكم الفقهي للسندات المتداولة في سوق الأوراق المالية المعاصرة ، يظهر أنه لا يمكن التعامل بها في سوق الأوراق المالية الإسلامية و لا يمكن الإعتماد عليها كأداة إستثمارية شرعية ، و منه لا بد من وجود بدائل شرعية لهذه السندات ، و هذه البدائل تتمثل في الصكوك الإسلامية.

**المطلب الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية.**

**الفرع الأول: لمحة تاريخية عن نشأة الصكوك الإسلامية**

ظهر إهتمام الباحثون الإقتصاديون المعاصرون لإيجاد أوراق مالية إسلامية بديلا عن السندات المحرمة من خلال إنعقاد أول مؤتمر علمي للإقتصاد الإسلامي سنة 1976م ، ثم جاءت بعد ذلك عدة دراسات إهتمت بموضوع الأوراق المالية الإسلامية ، حيث عقد في القاهرة سنة 1986 م مؤتمر حول "موارد الدولة المالية في المجتمع الحديث من وجهة النظر الإسلامية" ، وكذلك المؤتمر الذي إنعقد في كوالالمبور في ماليزيا سنة 1986 م حيث قدم في هذين المؤتمرين دراسات حول محاولة إيجاد أوراق مالية إسلامية كبديل للسندات المحرمة<sup>(1)</sup>

إلا أن الفكرة الأساسية التي عملت على إظهار صورة الصكوك الإسلامية بوضوح أكثر جاءت من طرف الدكتور سامي حمود في بحثه سندات المقارضة الذي قدمه ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن سنة 1987م ، وكان الهدف من الدراسة إيجاد بديل إسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة وتطورت الفكرة أكثر عند عرضها على وزارة الأوقاف في الأردن للأستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف ، كما عرضت الفكرة على مجمع الفقه الإسلامي في دورته المنعقدة بجدة سنة 1988 م ، حيث عمل المجمع الفقه الإسلامي على إخراج صورة الصكوك الإسلامية متكامل من حيث الضوابط الشرعية ، و أصدر بخصوص ذلك القرار رقم

<sup>1</sup> - بن ضيف محمد عدنان، الإستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص، 129.

30) (4/5) المتعلق بسندات المقارضة و سندات الإستثمار ( صكوك ) ، مما فتح الباب أمام الشركات و المؤسسات المالية الإسلامية لإصدار صكوك تبنى على أساس ما جاء في هذا القرار.<sup>(1)</sup>

كما كان للبنك الإسلامي الأول في ماليزيا الفضل في إصدار شهادات الإستثمار سنة 1983م ، بعد عدم قبول هذا البنك تملك سندات حكومة بمعدلات فائدة ثابتة التي أصدرتها الحكومة بواسطة البنك المركزي و بذلك كان إنتشار فكرة التعامل بالصكوك الإسلامية في بعض الدول الإسلامية بهدف مواجهة العجز في الموازنة و تعزيز الإنفاق العام و توفير الأموال اللازمة لبناء المنشآت الحيوية و البنية التحتية و من هذه الدول الإسلامية ماليزيا، السودان، باكستان، البحرين و الإمارات و أندونيسيا.<sup>(2)</sup>

### الفرع الثاني : تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها

يمكننا في هذا الإطار ذكر عدة تعاريف لبعض الباحثين الإقتصاديين أو بعض الهيئات و المؤسسات الإسلامية الدولية ومنها :

تعرف الصكوك بأنها شهادات أو وثائق ( أوراق مالية ) إسمية أو لحاملها ، متساوية القيمة ، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية ، أو خليط من بعضها أو كلها ، حسب شروط معينة ، عند إصدارها أو بعد إستخدام حصيلتها بالإكتتاب فيها ، ويشترك حملتها في صافي الأرباح والخسائر ، وهي قابلة للتداول ، ما لم تمثل ديناً أو نقداً محضاً ، ولا تمثل الصكوك ديناً لحاملها في ذمة مصدرها ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية<sup>(3)</sup> ويعرف التصكيك على أنه عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية منفصلة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن تكون محلها غالبه أعياناً ، وذات أجال محددة بعائد غير محدد أو محدود وليس خالياً من المخاطر<sup>(4)</sup>

<sup>1</sup> - محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة ماجستير، غير منشورة جامعة فرحات عباس سطيف، 2012/2013، ص، 78.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص، 78.

<sup>3</sup> - سعيد علي الراجحي ، عبد العظيم أبو زيد ، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها ، مداخلة مقدمة لندوة الصكوك الإسلامية ، عرض وتقويم ، جامعة الملك عبد العزيز - جدة ، 25 - 26 ماي ، 2010 ، ص، 288 .

<sup>4</sup> - فتح الرحمن على محمد صالح ، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية ، مداخلة مقدمة للملتقى الرابع ، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية ، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية ، 5 - 6 ، أبريل 2012 ، ص، 5 .

والصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق إنشاء مشروع معين أو مزاوله نشاط إستثماري ، بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب ، ويدار إستخدامها فيها أصدرت لأجله ، وللصكوك الإستثمارية خصائص<sup>(1)</sup>

وقد ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي أن صكوك الإسلامية هي : " إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة ، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قد تكون هذه الموجودات أعيان أو منافع ، أو خليط من الأعيان والمنافع القائمة فعلاً ، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي تأخذ أحكامه"<sup>(2)</sup>

بعد عرضنا لعدة تعاريف حول الصكوك الإسلامية يمكننا أن نلخص أهم ما يمكن أن يشمل تعريف الصكوك الإسلامية ، ومنه فإن الصكوك هي وثائق مالية متساوية القيمة ، تمثل تحويل الأصول أو الأعيان أو المنافع أو غيرها من الأصول الجائزة شرعاً إلى هذه الوثائق ( الصكوك ) وهي قابلة للتداول بكل الطرق والوسائل الجائزة شرعاً وذلك بعد بداية المشروع المراد تمويله بهذه الصكوك ، وكما يشترط في الصكوك أن تكون الأصول غالبها أعياناً وليس نقوداً كما أن هذه الصكوك غير قابلة للتجزئة في مواجهة الشركة أو الهيئة المصدرة لها .

### ثالثاً : خصائص الصكوك الإسلامية

الصكوك الإسلامية هي أحد أهم أدوات الإستثمار الإسلامي وتختلف عن أدوات الإستثمار التقليدية وذلك لأن لها عدة خصائص منها:<sup>(3)</sup>

❖ تمثل وثائق متساوية القيمة حيث تصدر الصكوك بفتات متساوية القيمة محددة ومسجلة عليها ، لأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص .

❖ الصكوك الإسلامية تقوم على مبدأ الخراج بالضمان ( الغنم بالغرم ) ، حيث أن حامل الصك الإستثماري يحصل على حصة من الربح حسب ملكيته أو مساهمته في المشروع ، وليس على قيمة محددة مسبقاً ، وهذا ما يميزها على السندات التقليدية ، ومنه يلتزم صاحب الصك بتحمل أخطار الإستثمار كاملة في حالة تعرض المشروع للخسارة ، كما أن له العوائد أو الأرباح في حالة إن نجح المشروع .

<sup>1</sup> - عبد الستار أبو غدة ، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها ، مداخلة مقدمة لندوة الصكوك الإسلامية ، عرض وتقوم ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، 25 - 26 - ماي ، 2010 ، ص ، 259 .

<sup>2</sup> - مجمع الفقه الإسلامي ، القرار رقم 178 ( 19/4 ) ، الدورة التاسعة عشرة ، الإمارات العربية المتحدة ، 2009 .

<sup>3</sup> - محمد غزال ، مرجع سابق ، ص ، 83 .

- ❖ تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الأصول الممثلة في الصك ، إذ أن مجموع التكاليف والمصاريف المترتبة على ملكية الأصول المحولة إلى صكوك ، من أعيان و منافع و التبعات المترتبة عليها تقع على عاتق حامل الصك الإستثماري .
- ❖ تصدر الصكوك الإستثمارية بعقود شرعية مضبوطة حسب صيغ التمويل الإسلامي<sup>(1)</sup> كما أن الصكوك تختلف في أنواعها حسب العقد أو الصيغة التمويلية المنطلق منها عقد التصكيك مثل صكوك المراجعة أو المضاربة أو المشاركة أو بيع السلم أو الإستصناع وغيرها من العقود .
- ❖ الصكوك الإستثمارية الإسلامية قابلة للتداول وفق ضوابط شرعية حسب طبيعة الموجودات أو الأصول التي تم تصكيكها .
- ❖ الصكوك الإستثمارية تصدر من طرف الجهة المالكة للأصل محل التصكيك ، حيث قد تكون هذه الجهة حكومية أو خاصة ترغب في تسهيل أصولها وهي لا تعتبر ديناً على الجهة التي أصدرتها .
- ❖ الصكوك الإسلامية هي البديل الشرعي للسندات الربوية ، حيث يلاحظ في هذا الإطار زيادة الإهتمام الدولي سواء في الدول الإسلامية أو الغربية بعملة إصدار الصكوك الإسلامية و تداولها في البورصات على غرار الأسواق المالية في ماليزيا والبحرية و بعض الدول الأخرى .

#### المطلب الثالث : أهمية الصكوك الإسلامية

يوفر التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية عدة إيجابيات أو خصائص تعود بالنفع والأهمية على كل من مصدر الصكوك والمستثمر فيها وكذلك بالنسبة للإقتصاد ككل . ونبين ذلك في ما يلي<sup>(2)</sup>

#### الفرع الأول : أهميتها بالنسبة للمصدر الأصلي

- ✓ تساعد عملية التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال وإستخداماتها .
- ✓ يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على خلق السيولة لتمويل إحتياجاتها المختلفة بالإضافة إلى تنوع مصادر التمويل من حيث الآجال ، و خاصة بالنسبة للمؤسسات التي لا تستطيع إيجاد مكانة قوية في سوق الأوراق المالية الإسلامية لصغر حجم تعاملاتها أو حداثتها .
- ✓ يساعد التصكيك في تحسين نسبة رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية .

<sup>1</sup> - نصبة مسعود ، مرجع سابق ، ص ، 106 .

<sup>2</sup> - فتح الرحمن على محمد صالح ، مرجع سابق ، ص - ص ، 7 - 8 .

✓ تقدم الصكوك الإسلامية أسلوباً جيداً لإدارة السيولة إذ تستطيع من خلالها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها ، فتقوم بشراء الصكوك في حالة فائض السيولة أو تقوم ببيعها في السوق الثانوية إذا احتاجت للسيولة .

✓ تعتبر الصكوك الإسلامية أداة هامة في نشاط المصارف الإسلامية ، إذ يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد و تفعيل دورها الإستثماري و التمويلي ، و تخفيف مخاطر السيولة في المصارف الإسلامية .

#### الفرع الثاني : أهميتها بالنسبة للمستثمر

◆ ينتج التصكيك أدوات و أوراق مالية قليلة التكلفة بالمقارنة بالإقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء فيها .

◆ تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الإستثمارات المالية الأخرى.

◆ للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها لأنها لا تقوم على إستثمارات حقيقية منتجة يمكنها تحكّم فيها .

◆ توفر عمليات التصكيك فرصاً إستثمارية متنوعة للأفراد والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة أكثر ربحية .

◆ تتميز أداة التصكيك بأنها أدوات مالية غير مرتبطة بالتصنيف الإئتماني للمصدر ، بل تتعلق جودتها ( الورقة المالية ) بطبيعة المشروع أو النشاط الإستثماري الذي تهدف إلى تمويله ، وتوقعات العوائد والمخاطر في المشروع .

#### الفرع الثالث: أهميتها بالنسبة لسوق الأوراق المالية الإسلامية

أما بالنسبة لأهميتها لسوق الأوراق المالية الإسلامية فتكمن في ما يلي: <sup>(1)</sup> :

❖ تعمل الصكوك الإسلامية على زيادة دور سوق الأوراق المالية الإسلامية في الإقتصاد ككل ، حيث توفر تشكيلة مهمة من أدوات الصكوك مثل صكوك الشركات ، وصكوك المصارف الإسلامية بالإضافة إلى الصكوك الحكومية ، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالي .

❖ إتساع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق من حيث التعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، إذ قد يشمل السوق على متعاملين متعددين مثل المصارف الإسلامية ، والتقليدية وشركات الإستثمار والحكومات والقطاع الخاص ، والمؤسسات المالية الوسيطة .

<sup>1</sup> - كتاف شافية ، مرجع سابق ، ص ، 222

❖ زيادة كفاءة السوق بإزدياد قيمة ونوعية الصكوك الإسلامية نظرا لما يترتب عليها من تعميق السوق و إتساعه .

❖ تهيئة المناخ الملائم لقيام سوق مالية إسلامية ، بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين على الإستثمار المالي الخالي من كل المحظورات والمحرمات مثل الربا والغرر والقمار .

#### الفرع الرابع : أهميتها بالنسبة للإقتصاد الوطني

وتظهر أهميتها في ما يلي: (1)

- ✓ تساعد عملية التصكيك على نمو الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى إستثمارات جديدة .
- ✓ من خلال عملية التصكيك يتم القضاء على مشكلة سيطرة الجهاز المصرفي على عملية التمويل للإقتصاد ، وبالتالي تنوع مصادر التمويل.
- ✓ إن إنتشار صناعة التصكيك من شأنها أن توفر المناخ الملائم لقيام مؤسسات ترافق هذه الصناعة ، وتوفر لها مدخلات أساسية تعمل على تقوية البنية التحتية للمؤسسات والمشاريع الإستثمارية على غرار مؤسسات ذات الطابع الخاص SPV ، و وكالات التصنيف و هيئات المراجعة والرقابة الشرعية ، بالإضافة إلى بنوك الإستثمار وغيرها من المؤسسات ذات الصلة بعملية التصكيك .
- ✓ مساندة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض جذب المستثمرين المحليين بدلا من إنتقالهم إلى أسواق مالية دولية أخرى .
- ✓ إتاحة فرص هائلة لسداد عجز الموازنة العامة للدولة بتوفرها موارد حقيقة ، وبذلك تتجنب حدود التضخم النقدي في الإقتصاد .
- ✓ من شأن الإستخدام مكثف لعمليات التصكيك وضع أسس البنية التحتية لتجعل الإقتصاد المعني مركزا ماليا رائدا في التمويل الإسلامي ، على غرار الإقتصاد الماليزي .

<sup>1</sup> - فتح الرحمن علي محمد صالح ، مرجع سابق ، ص، 86 .

## المبحث الرابع : أنواع الصكوك و المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية و المشتقات المالية من أهم أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، كما تعتبر من أهم أدوات التمويل والحصول على السيولة لكثير من المشروعات الخاصة أو العامة على حد سواء ، كما أن للصكوك الإسلامية عدة أنواع وتقسيمات بحسب طبيعة المشروعات التي أصدرت من أجلها ، أو حسب تقسيمات أخرى ، لذلك سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى تقسيم الصكوك الإسلامية على ثلاثة أنواع أساسية كما سوف نعرض على أهم المشتقات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها و الإستثمار فيها في سوق الأوراق المالية الإسلامية كما يلي:

- الصكوك الإسلامية القائمة على أساس المشاركة .
- الصكوك الإسلامية القائمة على أساس البيع .
- الصكوك الإسلامية القائمة على أساس الإجازة .
- المشتقات المالية الإسلامية.

## المطلب الأول : الصكوك الإسلامية القائمة على أساس المشاركة

وتتضمن هذه الصكوك كل من صكوك المقارضة وصكوك المشاركة وصكوك المزارعة .

## الفرع الأول : صكوك المقارضة

## أولاً : ماهية صكوك المقارضة

هي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في المؤتمر الرابع بمجدة ، و أول تعريف للصكوك المقارضة أو سندات المقارضة ما جاء به الدكتور ساسي محمود ، حيث عرف سندات المقارضة على أنها " الوثائق الموحدة القيمة ، والصادرة بأسماء من يكتبون فيها ، مقابل دفع القيمة المحررة فيها ، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المستحقة من المشروع المستثمر فيه ، بحسب النسبة المعلنة على الشيوخ ، مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب به ، عن طريق تخصيص الحصص المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئياً حتى السداد التام " (1)

<sup>1</sup> - عمر مصطفى جبر إسماعيل ، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار النفائس ، عمان ، الأردن ، ص ، 84 .

كما أن المضاربة في اللغة عند أهل العراق مأخوذ من فعل الضرب في الأرض أي السير فيه ، لقوله تعالى: ﴿وَإِذَا ضَرَبْتُمْ فِي الْأَرْضِ﴾<sup>(1)</sup> أو الضرب في الأرض بغرض التجارة وإبتغاء الرزق لقوله تعالى: ﴿وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾<sup>(2)</sup> أي يطلبون الرزق في المتاجر والمكاسب ، وتسمى المضاربة عند بعض الفقهاء بشركة القراض أخذاً من قرض الشيء أي قطعه ، كأن رب المال إقتطع للعامل من ماله ليعمل فيه ، وتسمى أيضاً شركة المعاملة أخذاً من العمل وهو الإيجار والمال<sup>(3)</sup> وهذا عند أهل الحجاز .

أما إصطلاحاً فالمضاربة أو القراض "تعني الإتفاق بين طرفين ، يبذل أحدهما فيه ماله ويسمى رب المال ، ويبذل فيه الآخر جهده وعمله في تقليب المال والإتجار فيه ، ويسمى رب العمل ، على أن يوزع الربح بينهما بحسب الإتفاق ، وتكون الخسارة على رب المال ولا يتحمل رب العمل شيئاً منها ، إذ يتحمل خسارة جهده ووقته وعمله"<sup>(4)</sup>

#### ثانياً: مشروعية عقد المضاربة أو المقارضة

على رغم من عدم وجود أصل منصوص عليه في الكتاب أو في السنة النبوية بشكل واضح ومحدد حول مشروعية المضاربة أو المقارضة ، إلا أن مشروعيتها مقررة بالسنة التقريرية التي تعني ما أقره النبي صلى الله عليه وسلم مما صدر من أصحابه من قول أو فعل بسكوته وعدم إنكاره ، فالنبي صلى الله عليه وسلم بُعثَ والناس يتعاملون بها فأقرها عليهم وقد فعل ذلك صلى الله عليه وسلم بمال خديجة رضي الله عنها قبل بعثته ، إن العباس بن عبد المطلب رضي الله عنه ، كان إذا دفع مالا مضاربة يشترط ألا يسلك بها بحر أو ينزل بها واديا و لا يشري ذات كبد رطة ، فإذا فعل ذلك ضمن ، فبلغ ذلك رسول الله صلى الله عليه وسلم فإستحسنه وقد طبقها عمر بن الخطاب رضي الله عنه على إبنه عبد الله وعبيد الله ، وهي مشرعة بالإجماع<sup>(5)</sup> .

<sup>1</sup> - سورة النساء ، الآية رقم ، 101

<sup>2</sup> - سورة المزمل ، الآية رقم ، 20

<sup>3</sup> - حسين محمد سمحان ، أسس العمليات المصرفية الإسلامية ، دار الميسرة ، عمان ، الأردن ، 2013 ، ص ص 229 - 230

<sup>4</sup> - محمد محمود العجلوني ، البنوك الإسلامية ، دار الميسرة ، عمان ، الأردن ، ط 3 ، 2012 ، ص ، 213 .

<sup>5</sup> - المرجع السابق ، ص ، 212 .

ثالثا: أنواع صكوك المقارضة أو المضاربة

أ- تقسيم عقد المضاربة حسب الشروط : وهي كما يلي :

أ-1: المضاربة المقيدة

وهي التي يشترط فيها رب المال على المضارب (أو صاحب العمل) شروطا معينة و مقبولة شرعا كأن يشترط عليه أن يضارب في مكان معين أو المتاجرة به في سلعة معينة ، و على صاحب العمل أن يتقيد بهذه الشروط إذا قبل هذا العقد بهذه الشروط .

أ-2: المضاربة المطلقة

هي المضاربة التي يمنح فيها رب المال كامل الحرية بالتصرف في المال في إطار الشريعة الإسلامية ، فلا يقيد بمكان أو زمان أو نوع معين من الأعمال ، وعلى صاحب العمل الإجتهد برأيه وجهده للحفاظ قدر المستطاع على مال المضارب .

ب- تقسيم المضاربة حسب عدد الشركاء

ب-1: المضاربة الثنائية : هي المضاربة التي تتم بين طرفين يقدم فيها الطرف الأول المال ويقدم الطرف الثاني العمل ، أي تكون العلاقة فيها ثنائية بين العامل ورب المال فقط .

ب-2: المضاربة الجماعية : وهي المضاربة التي تكون فيها العلاقة متعددة ، فيتعدد أرباب الأموال والمضارب بالعمل واحد ، أو يتعدد المضاربون بالعمل ورب المال واحد ، أو يتعدد أرباب الأموال وأرباب العمل ، وهذه المضاربة ناجمة عن جواز خلط مال المضاربة .

رابعا: شروط صحة عقد المضاربة

عقد المضاربة من العقود المتفق عليها في الفقه الإسلامي ، إلا أن هناك بعض الاختلافات في تفاصيل الأحكام العامة أو الشروط الخاصة في عقد المضاربة و نفضلها كما يلي<sup>(1)</sup>:

<sup>1</sup> - محمد محمود العجلوني ، مرجع سابق ، ص ص ، 216 - 217

أ- شروط متعلقة برأس مال المضاربة

- أن يكون نقدا ولا يكون عينا أو أي أصل مالي غير النقود والدرهم المتعامل بها بين الناس .
- أن يكون معلوم المقدار والصفة ، علما ينفي كل جهالة أو إلتباس .
- أن يكون عينا حاضرا لا دينا في ذمة المضارب بالمال .
- أن يكون مسلما للمضارب بالعمل .
- منع إشتراط الضمان على المضارب بالعمل إذا هلك رأس المال من غير عمد ولا تقصير ولا تفريط .

ب- شروط الربح والخسارة في المضاربة

- أن يكون الربح محددًا بنسبة معينة لكل من رب المال والمضارب وأن يكون متفق عليه إبتداءً
- أن يكون الربح حصة شائعة في الربح ، لا من رأس المال .
- لا يجوز لرب المال إشتراط الربح على المضارب .
- لا يجوز لأي طرف ربط الأرباح بحصة من رأس المال .

ت- شروط خاصة بمدة المضاربة

إختلف الفقهاء في تحديد زمن المضاربة ، فمنهم من أجازها كالحنفية والحنابلة ، ومنهم من لم يجزها كالمالكية والشافعية ، وفي كل الأحوال ينتهي عقد المضاربة بعزل المضارب أو إسترداد رب المال لماله أو في حالة موت رب المال ، أو بفسخ المضارب للعقد أو بموته ، أو بإنسحاب أحدهما قبل تنفيذ العقد ، أو بهلاك رأس المال

الفرع الثاني : صكوك المشاركة

يعتمد النظام الإقتصادي الإسلامي على عناصر الإنتاج ، حيث أن لكل عنصر من عناصر الإنتاج عائد، كما هو الحال بالنسبة لعنصر الإنتاج المتمثل في رأس المال ، فإن هذا الأخير يحقق منفعة لمالكه ، على أن لا تكون هذه المنفعة ربا أو فائدة مشترطة مسبقا ، وإنما قد تكون عائدا شائعا ناتجا عن نشاط إقتصادي جائز شرعا .

أولا: تعريف المشاركة لغة و إصطلاحا : ونفصلها كما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- المشاركة في اللغة هي : الإختلاط أي خلط الأموال ببعضها بحيث يصعب التمييز بين أحدهما من الآخر

<sup>1</sup> - حربي محمد عريقات ، سعيد جمعة عقل ، إدارة المصارف الإسلامية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ط 1 ، ص ، 162

## ب- المشاركة إصطلاحاً

تعني أن يشترك إثنان أو أكثر بحصة معينة في رأس المال يتاجر به كلاهما ، و الربح يوزع على حسب أموالهما أو على نسبة يتفق عليها عند العقد

كما يمكن تعريفها إصطلاحاً على أنها "عقد بين طرفين أو أكثر على الإشتراك في رأس المال للقيام بأعمال أو أنشطة محددة و معرفة بهدف تحقيق الربح الذي يجب أن يكون مشتركاً بينهم ، و لا يشترط المساواة في حصص الأموال بين الشركاء أو المساواة في العمل أو المسؤوليات تجاه الشركة ، كما لا يشترط تساوي الأرباح بين الشركاء، و أما الخسارة إن حدثت فيجب أن تكون حسب حصة كل شريك في رأس المال ، و المشاركة هنا هي ما يعرف في الفقه الإسلامي بشركة العنان".<sup>(1)</sup>

## ثانياً: مشروعية المشاركة

دلت نصوص الشرعية في القرآن الكريم و السنة النبوية على جواز عقد المشاركة منها <sup>(2)</sup> قوله تعالى: ﴿وَإِنْ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ﴾ <sup>(3)</sup> و قوله تعالى: ﴿فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثُّلُثِ﴾ <sup>(4)</sup>

ومن السنة النبوية الشريفة ما أخرجه البخاري و أحمد عن أبي المنهال قال: إشتريت أنا و شريك لي شيئاً يدا بيد و نسيئة، فجاءنا البراء بن عازب فسألناه، فقال: فعلت أنا و شريكي زيد بن الأرقم و سألنا النبي صلي الله عليه و سلم عن ذلك فقال: ﴿ما كان يدا بيد فخذوه، وما كان نسيئة فذروه﴾ <sup>(5)</sup>

كما أجمع علماء المسلمين على جواز أنواع الشركات و الخلاف بينهم في بعض أنواعها و بعض أحكامها وقد بعث صلى الله عليه وسلم و الناس يتعاملون بالشركة فأقرهم عليها.<sup>(6)</sup>

<sup>1</sup> - محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص ، 223-224.

<sup>2</sup> - حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص، 213.

<sup>3</sup> - سورة ص ، الآية رقم ،24.

<sup>4</sup> - سورة النساء، الآية رقم، 12.

<sup>5</sup> - محمود حسين الوادي، حسين محمود سمحان، مرجع سابق، ص، 194.

<sup>6</sup> - حسين محمود سمحان، مرجع سابق، ص، 214.

## ثالثا : أنواع صكوك المشاركة

تنقسم صكوك المشاركة أو عقد المشاركة إلى نوعين هما<sup>(1)</sup>

## أ- صكوك المشاركة الدائمة:

وهي تشبه نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول الطرف الذي أصدر صكوك المشاركة بنسبة معينة في رأس المال المشروع ، و يطرح الباقي على شكل صكوك للإكتتاب ، و تكون إدارة المشروع سواء للمصدر أو لحملة صكوك المشاركة أو طرف ثالث محدد ، و تقوم المشاركة الدائمة مقام طرح أسهم جديدة بهدف توسيع أو إنشاء مشروع جديد على أن تكون الشراكة بين الأطراف دائمة غير محددة بزمن أو ظرف معين.

## ب- صكوك المشاركة المحدودة ( المتناقصة )

وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة ، و التي تحدد بفترة زمنية متوسطة و تكون بإنهاء المشروع أو بإنهاء الدورة الصناعية.. الخ و تكون نهايتها وفقا لإحدى الصورتين

ب-1- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية و يأخذ حاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد.

ج-2- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة: وهنا عند نهاية المشروع يقوم مصدر صكوك المشاركة هذه بإعادة شراء الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، مثلا عند قيام مشروع حفر منجم ، ففي نهاية المشروع يقوم مصدر الصكوك بإعادة تقييم الآلات و التجهيزات المستعملة و إعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك ، في حين يمتلك هو هذه الآلات و التجهيزات، ومن أمثلتها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي، وذلك لتطوير و إنشاء مبنى جديد للشركة.

## رابعا : شروط صحة عقد المشاركة:

عقد أو صك المشاركة هو عقد غير لازم في حق الأطراف ، و لكل طرف الحق في فسخ العقد متى شاء، بشرط حضور الشركاء الآخرين و أن لا يترتب على الإنسحاب ضرر، و أما شروط عقد المشاركة فهي كما يلي:<sup>(2)</sup>

<sup>1</sup> - نصبه مسعودة، مرجع سابق، ص، 108.

<sup>2</sup> - محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص، 266.

أ- شروط خاصة برأس المال

- أن يكون رأس المال نقدا لا عرضا ، و إن أحاز فقها المالكية و الحنابلة أن يكون من العروض شريطة تقويمها بالنقود وقت المشاركة و هذا رأي الكثير من الفقهاء المعاصرين.<sup>(1)</sup>
- أن يكون رأس المال حاضرا لا دينا أو مالا غائبا.
- أن يكون رأس المال معلوم القدر و الجنس و الصفة.
- لا يشترط التساوي في حصص رأس المال، كما لا يشترط المساواة في العمل أو المسؤولية.

ب- شروط خاصة بتوزيع الربح أو الخسارة: وهي كما يلي.<sup>(2)</sup>

- يوزع الربح كحصة شائعة بين الشركاء بحسب الإتفاق.
- تقسم الخسارة حسب نسبة الملكية لرأس المال فقط، و لا يجوز الإتفاق على تحميل الخسارة بنسب مختلفة عن نسبة المشاركة.
- يتم احتساب نسبة من صافي الربح مقابل الإدارة و الإشراف لمن يدير الشركة و يقوم بأعمالها، أو تحسب له مكافأة مقابل الجهد

ت- الشروط التي يجب توفرها في العمل: وهي فيما يلي:<sup>(3)</sup>

- العمل حق لكل الشركاء و لا يجوز إشتراط أن يختص أحدهم بالعمل، ومن أهم أنواع تصرفات الشريك ما يلي:
- نوع يملكه بمطلق العقد وهو الأعمال الأصلية اللازمة
- نوع يملكه بالتفويض العام
- نوع من الأعمال أو التصرفات يملكها بإذن صريح و منها الإقتراض و الإقراض بإسم الشركة، المضاربة بمال الشركة.

الفرع الثالث: صكوك المزارعة

وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لإستخدامها في تمويل مشروع للمزارعة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول ، ومن ضوابط إصدار صكوك المزارعة ما يلي:<sup>(4)</sup>

<sup>1</sup> - حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص، 214.

<sup>2</sup> - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص، 163.

<sup>3</sup> - حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص-ص، 214-215.

<sup>4</sup> - محمدعزال، مرجع سابق، ص، 104.

المصدر لهذه الصكوك يكون صاحب الأرض ( مالكها أو مالك منافعها) و المكتتبون فيها هم المزارعون، وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف الزراعة وقد يكون مصدر صكوك المزارعة صاحب العمل و المكتتبون هم أصحاب الأرض ، و يتحصل حامل الصك على الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض و مثال ذلك أن تقدم شركة زراعية المدخلات اللازمة من بذور و عمالة مدربة ، و تطلب من المكتتبين شراء ما تصدره من صكوك لتمويل شراء مساحات كبيرة من الأرض أو إصلاحها.

### المطلب الثاني : الصكوك الإسلامية القائمة على أساس البيع

تتضمن الصكوك الإسلامية القائمة على أساس البيع ثلاثة أنواع من العقود أو الصكوك وهي صكوك السلم و صكوك الإستصناع بالإضافة إلى صكوك المراجعة ، ويكون العقد القائم فيها بين مصدر الصك و المكتتب فيه على أساس عقد بيع .

### الفرع الأول: صكوك السلم

تصدر هذه الصكوك على أساس عقد السلم ، وهو بيع شيء موصوف في الذمة معلوم القدر ، يتأخر تسليمه إلى أجل معلوم بثمن حالي يدفع عند التعاقد ، ويمكن أن يكون في هذا العقد البائع واحد والمشترون أكثر من واحد.

وقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية صكوك السلم بأنها " وثائق متساوية القيمة ، يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم ، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك ".

فالمصدر للصكوك هو بائع لسلعة السلم كالقطن أو القمح أو منتجات صناعية كآلات و المعدات و المكتتبون في صكوك السلم هو المشترون للسلعة ، وحصيلة الإكتتاب هي ثمن سلعة الشراء (رأس مال السلم) الذي يدفع للمسلم إليه عند التعاقد ، على أن تقبض سلعة السلم في الأجل المحدد وبالمواصفات المتفق عليها لغرض إعادة بيعها بربح أو إستعمالها ويمثل الصك الصادر لتمويل صفقة السلم حصة في سلعة السلم ، وهي دين سلعي في ذمة المسلم إليه أي البائع الذي يلتزم بتسليمه لمشتريه من إنتاجه أو من إنتاج غيره .<sup>(1)</sup>

<sup>1</sup> - كتاب شافية ، مرجع سابق ، ص ، 231.

## الفرع الثاني : صكوك الإستصناع

الإستصناع في اللغة هي من فعل صنع صناعة ، أي طلب صناعة شيء له وهو مقيد بمجال صناعي ، فلا يكون طلب التجارة أو الزراعة إستصناعا ، وفي الإصطلاح هو بيع عين موصوفة في الذمة ، لا بيع عمل ، وشروط عمله على الصانع ، وبالتالي فهو عقد بيع عين مما يصنع صنعا يكون فيه البائع هو الصانع الذي يلتزم بصنع العين الموصوفة بالعقد من عنده مقابل ثمن محدد (1).

وقد عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإستصناع بأنها " وثائق متساوية القيمة ، يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة ، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك" (2).

ومنه نجد أن مصدر صكوك الإستصناع هو الصانع أو البائع والمكتتبون في الصكوك هو المشترون للعين المصنعة ، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة العين المصنعة ، ويملك المكتتبون العين المصنعة ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن العين المصنوعة في الإستصناع الموازي إن وجد.

## الفرع الثالث : صكوك المربحة

قبل التطرق إلى صكوك المربحة لابد من تعريف المربحة وإظهار معانيها ثم نتطرق إلى صكوك المربحة كما يلي: (3)

## أولا : تعريف المربحة

## أ- المربحة لغة

هي من الربح وهو النماء والزيادة الحاصلة في المبيعة ، ويقال : رابحته على سلعته مربحة أي أعطيته ربحا وأعطاه مالا مربحة ، أي على أن الربح بينهما .

## ب- المربحة اصطلاحا

هي البيع بزيادة على الثمن الأول ، وقال ابن جزري في تصوير هذا البيع " يعرف صاحب السلعة المشتري بكم إشتراها ويأخذ منه ربحا إما على الجملة مثل أن يقول : إشتريتها بعشرة وتربحني دينارا أو دينارين ، وإما على التحصيل كأن يقول : تربحني درهما لكل دينار أو غير ذلك "

1 - محمد محمود العجلوني ، مرجع سابق ، ص ، 283.

2 - كتاف شافية ، مرجع سابق ، ص ، 230.

3 - محمد عثمان شبير ، مرجع سابق ، ص - ص ، 308 - 309

وتعتبر المراجعة إحدى صور البيوع ، حيث يتم في المراجعة تحديد ثمن البيع بتكلفة الشراء إضافة إلى مصروفات الشراء ويضاف لها ربح معلوم متفق عليه ، ولذا تعرف المراجعة شرعا ، " بأنها بيع السلعة بثمن شرائها زائد ربحا معلوما يتفق عليه " ويظهر الجانب التمويلي إذا بيعت السلعة مراجعة لأجل أو على أقساط ، وبالتالي تتضمن العملية بجانب البيع إئتمانا تجاريا بمنحه البائع للمشتري الذي سدد الثمن فيما بعد إما مرة واحدة أو على أقساط بعد أجل معين <sup>(1)</sup>.

### ثانيا: تعريف صكوك المراجعة

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل عملية شراء سلعة المراجعة ، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحاملي صكوك المراجعة ، وقد إقترحها الدكتور سامي محمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984 ، وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المراجعة والإيجار والسلم <sup>(2)</sup>.

وقد عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المراجعة بأنها " وثائق متساوية القيمة ، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة ، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك " <sup>(3)</sup> ، فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة ، والمكتتبون فيها هم المشترون للبضاعة ، وحصيلة الإكتتاب هي ثمن بضاعة المراجعة ، ويمتلك حملة الصكوك البضاعة ويستحقون ثمن بيعها والربح الناتج عن البيع .

### ثالثا: شروط صحة المراجعة

يمكن ذكر شروط عقد المراجعة كما يلي <sup>(4)</sup>:

- أن يكون الثمن الأول معلوما بما في ذلك المصروفات المعتبرة .
- أن يكون الربح محددًا بالمقدار ، أو بالنسبة للثمن الأول .
- بيان النقد ( العملة ) الذي يعقد عليه ، والذي يدفع إذا كانا قد اختلفا على العملة .
- بيان الأجل الذي أشتري إليه ، لأن تحديد مدة إستلام سلعة المراجعة مهم لعدم وقوع خلاف في الربح أو المدة المتفق عليها .

<sup>1</sup> - أحمد بوراس ، مرجع سابق ، ص ، 136

<sup>2</sup> - بن الضيف محمد عدنان ، مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، مرجع سابق ص ، 135.

<sup>3</sup> - كتاف شافية ، مرجع سابق ، ص 232.

<sup>4</sup> - حسين عبد الله الأمين ، الإستثمار اللاربوي في نطاق عقد المراجعة ، المركز العالمي لأبحاث الإقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، ص ، 71.

- بيان طول المدة التي مكثت فيها سلعة المراجعة عند المالك الأول لأن الناس عادة يرغبون في الذي لم يتقدم كثيرا عند مالكة الأول .

### المطلب الثالث : الصكوك الإسلامية القائمة على أساس الإجارة

تتضمن الصكوك الإسلامية القائمة على أساس الإجارة صكوك الإجارة لذلك سوف نتناول هذا النوع من الصكوك الإسلامية من خلال تناولنا لصكوك الإجارة

#### الفرع الأول : الإجارة لغة و إصطلاحا

من الواضح أن صكوك الإجارة تتكون من شقين هما الإجارة والصكوك لذلك سوف نعرف كلا على حدى

#### أولا : الصكوك

هي جمع صك وهي عبارة عن " الكتاب الذي يكتب فيه المعاملات والتقارير ووقائع الدعوى وهي عبارة عن الوثيقة التي تتضمن إثباتا لحق من الحقوق ، ويطلق على العملية التي يتم بموجبها إصدار الصكوك التصكيك أو التسنيد أو التوريق" وعملية التصكيك هي عبارة عن " وضع الموجودات التي تدر دخلا كضمان أو أساس مقابل إصدار الصكوك ، وتعتبر في ذاتها أصولا ماليا "(1).

#### ثانيا : الإجارة لغة و إصطلاحا

يمكن تعريف الإجارة لغة و إصطلاحا كما يلي (2).

أ- الإجارة في اللغة : من مصدر أجر ، وهي مشتقة من الأجر وهو العوض ، والجزاء على العمل

ب- الإجارة إصطلاحا : هي تملك المنفعة بعوض معلوم كما أن الإجارة تترد على منفعة متعلقة بذمة المؤجر كإستئجار سيارة ذات مواصفات معينة لإصاله إلى مكان معين أو لمدة معينة ، أو للقيام بعمل معين .

<sup>1</sup> - miles Adrian , an introduction to the securitization of lease in studies in leasing law and tax , Euromoney pub , London , p , 15.

<sup>2</sup> - عبد الله بن محمد العزيز ، صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة والمنتھية بالتملك مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، جلد 24 ، العدد 2 ، 2011 ، ص ، 100 .

ثالثا : تعريف صكوك الإجارة

"صكوك الإجارة عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو خدمات، وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسا لها".

وجاء تعريف صكوك الإجارة حسب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 137/15/3 بشأن الإجارة بأنها "الصكوك المتساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة ، أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة ، تقدم من ملتزمها لحامل الصك في المستقبل".

إن فكرة صكوك الإجارة تقوم على مبدأ تصكيك الأصول أو المنافع أو الخدمات ، الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول ، مبنية على مشروع إستثماري قائم أو سيتم إنجازه يدر دخلا ، بتحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية ، يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في السوق الثانوية .

الفرع الثاني : مشروعية الإجارة وشروط صحتها

أولا : مشروعية الإجارة

الإجارة مشروعية بالكتاب والسنة والإجماع ، ففي الكتاب قوله عز وجل: ﴿ قَالَ لَوْ شِئْتَ لَتَّخَذْتَ عَلَيْهِ أَجْرًا ﴾<sup>(1)</sup>، أما السنة فقد روى ابن عباس رضي الله عنهما أن النبي صل الله عليه وسلم ، إحتجم وأعطى الحجام أجرته ، وجاء في كتب السيرة أن النبي (ص) و أبو بكر رضي الله عنه إستأجر رجلا لهدايتهم إلى طريق المدينة المنورة ، وقد أجمعت الأمة على جواز الإجارة ولم ينكرها أحد<sup>(2)</sup>.

ثانيا : شروط صحة الإجارة : إن شروط صحة عقد الإجارة عموما كما يلي :<sup>(3)</sup>

- أن تكون المنفعة المؤجرة مباحة شرعا.
- أن تكون معلومة عند التعاقد لتحقيق إنتفاء الجهالة لتجنب النزاع .
- أن تكون المنفعة مقدور على تسليمها ، فلا تقع الإجارة على عين مرهونة أو عين لا يستطيع تسليمها .
- أن لا تكون المنفعة المؤجرة بها عيب بشكل يخل بالإنتفاع بها أو يمنعه.

<sup>1</sup> - سورة الكهف ، الآية رقم ، 77.

<sup>2</sup> - محمود حسين الوادي ، حسين محمد سمحان ، مرجع سابق ، ص، 256.

<sup>3</sup> - حربي محمد عريقات ، سعيد جمعة عقل ، مرجع سابق ، ص، 196.

## الفرع الثالث : أنواع صكوك الإجارة

تأخذ صكوك الإجارة عدة أشكال ، منها صكوك الإجارة لمنافع الأعيان ، وصكوك إجارة منافع الأعمال أو الخدمات (1).

## أولاً : صكوك إجارة منافع الأعيان

هذا النوع الأول من صكوك إجارة ينقسم إلى صكوك إجارة منافع الأعيان المؤجرة ( الموجودة )، وصكوك إجارة منافع الأعيان الموصوفة في الذمة .

## أ- صكوك إجارة منافع الأعيان المؤجرة (موجودة)

هذه أبسط صورة لصكوك الإجارة إذ يكون فيها شخص معين طبيعي أو معنوي يملك عينا تكون عادة مؤجرة (عقار أو منقول) موجودة بالفعل ، حيث يقوم هذا المالك بتصكيك قيمة العين المؤجرة ، وطرح الصكوك للبيع بحيث يصبح حملة صكوك مالكين لتلك العين المؤجرة على الشيوع وتقسم عليهم الأجرة بقدر حصة كل منهم ، فيكون البائع مصدر الصكوك ونشرة الإكتتاب تكون بمثابة إيجاب منه ، أما المكتتبون في الصكوك فإنهم يشترون وقيامهم بالإكتتاب ودفع القيمة يكون قبولاً منهم .

## ب- صكوك إجارة منافع الأعيان موصوفة في الذمة

يختلف هذا النوع عن النوع الأول من صكوك الإجارة بأن العين المراد تأجيرها أو إصدار الصكوك الخاصة بها غير موجودة عند المؤجر بل هي موصوفة في ذمة ، لذلك فإن المؤجر يحتاج إلى فترة زمنية معينة حتى يتمكن خلالها من توفير ما تم الإتفاق عليه ، ولا يجوز تداول هذه الصكوك إلا بعد تحويل حصة الإكتتاب إلى أعيان معينة غير موصوفة في الذمة ، لأنها مازالت تمثل نقوداً فتطبق عليها قواعد الصرف في الشريعة الإسلامية .

## ثانياً : صكوك إجارة منافع الأعمال والخدمات

يقسم هذا النوع الثاني من صكوك إجارة إلى صكوك إجارة منافع الأعمال أو الخدمات المعينة القائمة ، وكذا صكوك إجارة منافع الأعمال والخدمات الموصوفة في الذمة (2).

<sup>1</sup> - محمد مبارك البصمان ، صكوك الإجارة الإسلامية ، دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية ، دار النفائس ، عمان ، الأردن ، 2011 ، ص -ص ، 32-35.

<sup>2</sup> - المرجع السابق ، ص -ص ، 38-39 .

## أ- صكوك إجارة منافع الأعمال أو الخدمات القائمة والمعينة

تكون صكوك الإجارة معقودة على عمل من العمال فقد تحتاج جهة ما إلى صيانة لمبانيها أو لأجهزتها وتكون هذه الصيانة باهظة الثمن ، فتلجأ تلك الجهة إلى الشركات المختصة والقادرة على القيام بذلك فتعاقد معها على إجارة أعمالها للقيام بالمهمة مقابل أجر يتفق عليه الطرفان ، مع إلزامية حضور أو تحديد نوع الخدمة ومواصفاتها عند التعاقد وقد يكون المعقود علي هنا خدمة معينة قائمة ، بحيث تقوم مؤسسة خدمية خاصة بإصدار صكوك متساوية القيمة بغرض تقديم خدمة معينة لمدة محددة وتذكر هذه الخدمات في نشرة الإكتتاب ، ثم تعرض هذه الصكوك على الجمهور للإكتتاب فيها ، ويصبح بذلك المكتتبين هم المالكين للخدمة و المؤسسة الخاصة بالخدمة هي المؤجر والمكتتبين هم المستأجرين

## ب-صكوك إجارة منافع الأعمال أو الخدمات الموصوفة في الذمة

تختلف عن الصيغة السابقة بأن الأعمال أو الخدمات غير موجودة عند التعاقد ، حيث قد تكون مؤسسة خاصة أو عامة بحاجة إلى صيانة مستقبلية ودورية لمبانيها فتعاقد مع شركة مستأجرة ، فتحول هذه الأخيرة العقد إلى صكوك بخصص متساوية شائعة ثم تطرحها للإكتتاب للشركات الراغبة في تقديم الخدمات الموصوفة وفق الأسس التي تم الإتفاق عليها بينها وبين الجهة المؤجرة ، مع مراعاة عدم جواز تداول هذه الصكوك بيعا وشراء بقيمة تختلف مع القيمة الإسمية لها إلا بعد تحويل الخدمة الموصوفة في الذمة إلى خدمة حقيقية وقائمة لأن قبل ذلك تمثل نقودا فتطبق عليها قواعد الصرف في الشريعة .

## المطلب الرابع : المشتقات المالية الإسلامية

عرفت أسواق الأوراق المالية الإسلامية تطورا ملحوظا من حيث نطاق التعاملات المالية أو من حيث حجم الإصدارات للأوراق المالية الإسلامية ، كما كانت نتائج مؤشرات أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الغالب إيجابية ، و لتطوير أسواق الأوراق المالية يجب أن تتوفر أدوات الإستثمار التي تتيح فرص إستثمارية لجميع المتعاملين كبار أو صغار ، مع أكبر عوائد و بأقل مخاطر ، و هذا لن يكون إلا بتطوير المنتجات المالية بواسطة الهندسة المالية الإسلامية ، فيما يلي سنتناول المشتقات المالية التقليدية و حكمها الفقهي و التكييف الفقهي لها في إطار الهندسة المالية الإسلامية<sup>(1)</sup>

<sup>1</sup> - خنيرة محمد الأمين، حنان على موسى، مرجع سابق، ص، 11

الفرع الأول : عقود الخيارات

"هي عقود تعطي مالئها الحق و ليس الالتزام بالبيع أو الشراء و هي محددة بتاريخ مسبق و من أهم أنواع الخيارات: خيار الطلب أو الشراء، خيار العرض أو البيع". و تعتبر عقود الخيار محرمة شرعا لما يلي:

- ما يتضمنه بيع عقد الإختيار من أكل المال بالباطل ، فيما إذا لم يتهيأ لمشتريه إستعماله بسبب عدم تغير الأسعار في صالحه.

- التعامل في عقود الإختيار قائم على الغرر.

- التعامل في عقود الإختيار قائم على القمار و الميسر بالنسبة لمشتري عقد الإختيار و بائعه على السواء ، في الحالات التي تنتهي بالتسوية النقدية بين الطرفين.

- عقد الإختيار يدخل في بيع الإنسان ما لا يملك إذا كان محرر للإختيار.

من خلال الاستقراء و التأمل يمكن أن يندرج عقد الخيار الذي تتعامل به الأسواق المالية في الوقت الحاضر (بعد إضافة الضوابط الشرعية و تغيير العقود المنظمة لهذه العقود) تحت عدد من العقود و التكييفات الفقهية التالية:

- عقد الخيار هو بيع عربون.

- محل عقد الخيار هو ضمان أو كفالة.

أولا : الخيار إصطلاحا في الفقه الإسلامي

وهو ما يثبت لأحد العاقدين من الحق في إمضاء العقد أو فسخه بناء على إشتراط ذلك.<sup>(1)</sup> وقد ثبت خيار الشرط بما يروى في الصحيحين عن عبد الله بن عمرو رضي الله عنهما أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: ﴿ الْمُتَبَايَعَانِ كُلُّ وَاحِدٍ مِنْهُمَا بِالْخِيَارِ عَلَى صَاحِبِهِ مَا لَمْ يَتَّفَقَا إِلَّا بَبَيْعِ الْخِيَارِ ﴾<sup>(2)</sup>، وأما الإجماع على

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص، 521 .

<sup>2</sup> - بن ضيف محمد عدنان ، الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، مرجع سابق ، ص، 159.

مشروعية خيار الشرط فقد نقله غير واحد من العلماء ، قال النووي رحمه الله الأمة مجمعة على جواز شرط الخيار ثلاثة أيام.<sup>(1)</sup>

### ثانيا : عقد خيار الشراء هو بيع العربون

خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون و بيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور، و مثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار فيدفع من ثمنها جزءا ( عشرة دنانير مثلا) و يقول للبائع إذا لم أشتري منك غدا فالدنانير العشرة لك ، و يعد هذا العقد ملزما في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها.

ودون الخوض في الخلاف الفقهي في بيع العربون، فالأرجح هو رأي المجيزين خاصة و أن أدلتهم هي الأقوى، بالإضافة إلى أن هذا الرأي هو الذي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر و الحرج والمشقة ففي تحريم العربون تضيق على الناس و مصالحهم و السماح بإيقاع الضرر، و المتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر أو تعريض الأعيان و الخدمات لتقلبات الأسعار و تدهورها.

وقياسا على حكم بيع العربون يمكن القول بجواز عقود الخيار للشراء إذا سلمت من المخالفات الشرعية و التي تمس الأصل المتعاقد عليه و مدى توافقها مع أحكام الشريعة.

### ثالثا : عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة

الأرجح من أراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة لقوة الأدلة ، و يتحقق من خلالها مصالح و مكاسب لطرفي المعاملة أو بما لا يخالف المقاصد الشرعية<sup>(2)</sup>.

و قياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار البيع إذ خلا من المخالفات الشرعية الأخرى، فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له الحق في البيع في الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته(من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضممان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول.

<sup>1</sup> - عبد العزيز بن محمد بن عثمان الربيث ، المدة في خيار الشرط في البيع ، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي ، مكة المكرمة ، العدد الخامس عشر ، السنة الثالثة عشر 2002/1423 ، ص، 232.

<sup>2</sup> - كمال توفيق خطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة ، جامعة أم القرى، مكة المكرمة ، مارس 2003 ، ص، 13.

كنتيجة لما سبق فإن التكييف الفقهي لخيار الشراء و البيع إمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون و حكم خيار البيع على حكم الالتزام أو الكفالة أو الضمان، و هذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية، المتمثلة في دفع الضرر و الحرج و المشقة.

### الفرع الثاني: العقود الآجلة

هي "عبارة عن إتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا و بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ". و تعتبر المعاملات الآجلة محرمة شرعا و ذلك لما يلي:<sup>(1)</sup>

- لما فيها من اشتراط تأجيل تسليم المبيع و هو هنا الأسهم و هو محرم شرعا.
- ما فيها من تأجيل الثمن و المثلن وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
- إن غالب التعاملات في المعاملات الآجلة يجري على المكشوف و هو يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده.

من أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة هي عقود السلم، فإذا ما كانت السلعة طيبة مباحة و كانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فإن العقود الآجلة و المستقبلات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا.

هنالك تشابه كبير بين عقد السلم و العقود الآجلة ، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمان معلوم يؤجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة و صفا مضبوطا إلى أجل معلوم ، و مع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور:

- أن المسلم فيه ( السلعة) يباع قبل قبضه.
- رأس المال في العقود الآجلة و المستقبلات لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين فيه مؤجلان.
- أنه لا غرض للبائع و المشتري بالسلعة و إنما غرضها تحقيق الربح.

<sup>1</sup> - خنيوة محمد الأمين، حنان على موسى، مرجع سابق، ص، 13

الفرع الثالث : العقود المستقبلية

العقود المستقبلية "هي عقود يتم فيها الإتفاق على الشيء المبوع و سعره و كميته عند إبرام العقد، على أن يتم التسليم و دفع الثمن في المستقبل، فالعقد المستقبلي عقد على شيء معين أو موصوف في الذمة مؤجل بثمان مؤجل". و تنقسم العقود المستقبلية إلى العقود المستقبلية على السلع و على الأوراق المالية و على المؤشرات و فيما يلي الحكم الفقهي لكل منها<sup>(1)</sup>:

أولا :العقود المستقبلية للسلع لا يجوز إبرامها و ذلك لما يأتي:

- ما في هذه العقود من تأجيل الثمن و المثلن و هذا لا يجوز.
- ما في العقود من الربا المجمع على تحريمه و هو ربا النسئئة و ذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب و الفضة.

ثانيا :العقود المستقبلية على الأوراق المالية

و فيها العقود المستقبلية على الأسهم و العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت و كلاهما محرم للأدلة التالية:

- ✓ العقود المستقبلية على الأسهم لا يجوز إبرامها على الأسهم و ذلك للأدلة التالية:
- لما في العقود المستقبلية من تأجيل تسليم الأسهم و في ذلك تأجيل المبيع المعين و هو غير جائز شرعا.
- في العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن و المثلن و هو لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
- لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا فيكون بائعا لما هو مملوكا لغيره.
- ✓ العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت: و تعرف أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة و حكمها الفقهي هو التحريم و ذلك لما يلي:
- لما في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بثمان مؤجل، و هو غير جائز لما فيه من بيع الدين بالدين المنهي عليه.
- الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود و إذا بيعت بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية كان ذلك صرفا لم تتوفر فيه شروطه فكان حراما.

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص، 15.

ثالثا: العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم : و حكمه التحريم و ذلك لما يأتي:

- لما في هذه العقود من وقوع العقد، على ما ليس بمال و لا يؤول إلى المال و ذلك لا يجوز لأن مؤشرات الأسهم أرقام مجردة يقع العقد عليها، و ليس على الأسهم المتمثلة في تلك المؤشرات.
- لما في هذه العقود من الرهان المحرم بإجماع المسلمين، لأن حقيقتها هي المراهنة من حيث بلوغها رقما معيناً أو عدمه، على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الأخر الفرق بين الرقم المعين المراهن عليه المسمى بسعر التنفيذ و بين الرقم الذي يصل إليه المؤشر فعلا في الأجل المطلوب.

رابعا: العقود المستقبلية على العملات هي محرمة شرعا لما يأتي:

- فيها يتم تأجيل تسليم الثمن و المثلن و هذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه
- ما في هذه العقود من ربا و هو ربا النسيئة.
- ما في هذه العقود من قمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية و المحاسبة على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم و التسلم منويا للمتعاقدين.

من أوجه التكييف لعقود المستقبلية إعتبارها في إطار عقد الإستصناع ، حيث يعرف هذا الأخير بأنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة ، كالاتفاق مع نجار على صناعة مكتب أو مقاعد أو غرفة مفروشات أو مع صانع أحذية على صناعة حذاء ، و تكون العين المصنوعة و مادتها الأولية من الصانع و يكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط لأن الاستصناع طلب الصنع و هو العمل، فإذا كانت العين أو المادة الأولية كالأخشاب و الجلود من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إيجارة لا إستصناعا.

و هذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع، لم يكن مسموحا بها من خلال عقد السلم و هي السماح بتأخير تسليم الثمن نقدا، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهظة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا "ستبقى دوما في كل عصر بعض السلع لا يتيسر أبدا أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتري معين ملتزم بشرائها، ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعا أن يتولى هو تمويل البائع"

و قد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابع عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع و نظرا للخلاف الفقهي حول السلم و الاستصناع فقد اقترح البعض بدائل شرعية متمثلة في صكوك المقارضة.

تطرقنا في هذا الفصل لأدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية و هي الأسهم بأنواعها وأحكامها الفقهية ، وكذلك السندات وبدائلها الشرعية من الصكوك الإسلامية ثم المشتقات المالية الإسلامية، ومنه يمكن أن نستخلص ما يلي:

- تصدر الأسهم بالقيمة الاسمية التي دفعت لإمتلاكه إبتداءً وهذا ما يفرضه الشرع، إذ أنه الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس مال شركة المساهمة الجائزة شرعا.
- كما أن الأسهم العادية الجائزة شرعا يجب أن يترتب لأصحابها حقوقا والتزامات متساوية بمقتضى العدالة في المعاملات.
- تضبط عملية إصدار الأسهم في أسواق الأوراق المالية الإسلامية بجملة من الضوابط الشرعية منها مشروعية النشاط في حد ذاته، أن تكون الشركة المصدرة للأسهم معروفة، وأن لا يترتب على تعامل بأسهمها الوقوع في مشبوهات مثل الربا والغرر.
- إن تداول الأسهم جائز بإجماع جمهور فقهاء العصر، لأن تداولها بيعا وشراء بمثابة تداول أو بيع حصة شائعة في شركة المساهمة
- تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع منها الأسهم النقدية والعينية أو أسهم لحاملها، كذلك الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وأسهم رأس المال، وأسهم التمتع، إلا أنه لكل نوع من هذه الأسهم أحكامه الفقهية الخاصة به فمنها الجائز وغير جائز .
- إن إصدار السندات وتداولها محرم شرعا بإجماع فقهاء العصر، وذلك لإجتماع شروط القرض الثلاثة فيها(الدين في الذمة ، الأجل ، والزيادة المشروطة).
- الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق لإنشاء مشروع معين، وتداول بعد قفل باب الإكتتاب وإنشاء المشروع، وتستعمل حصتها في إنشاء المشروع.
- تعتبر الصكوك الإسلامية بدائل شرعية للسندات في سوق الأوراق المالية الإسلامية وذلك بإقرار مجمع الفقه الإسلامي.
- تتعدد أنواع الصكوك الإسلامية منها القائم على عقود البيع والقائم على عقود المشاركة ومنها القائم على عقود الإيجار.

- تكتسي الصكوك الإسلامية أهمية كبيرة على المستوى الإقتصادي الجزئي أو الإقتصاد الكلي، وذلك لأهميتها بالنسبة للمنشأة التي أصدرتها وكذلك أهميته في سوق الأوراق المالية الإسلامية ،وما تعمل عليه من تنويع أدوات الإستثمار ، ثم أهميتها على مستوى الإقتصاد الوطني ككل من خلال مساهمة التغيرات الدولية في الأسواق الدولية كما أنها تتيح فرص هائلة لسد عجز الموازنة.
- إستطاعت الهندسة المالية الإسلامية إيجاد أدوات مالية مشتقة من خلال التكييف الفقهي للمشتقات المالية في الأسواق المعاصرة حيث نجد أن عقود الخيار يقابلها بيع العربون أو بيع الالتزام والكفالة وهي بيوع جائزة شرعا، أما العقود الآجلة تكيف على عقد بيع السلم وهو جائز.

الفصل الخامس مفاضلة الاستثمار  
بمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي بين  
سوق الأوراق المالية المعاصرة  
والإسلامية

## تمهيد

من بين مجالات الإستثمار بالنسبة للفرد المسلم الإستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة و هذا الإستثمار يختلف عن نظيره في سوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث المبدأ والضوابط والمقاصد.

وتعتبر مؤشرات سوق الأوراق المالية الوضعية والتي هي الأقدم، حيث ظهرت لأول مرة سنة 1885م تعتبر أداة مهمة لقيام أداة سوق الأوراق المالية المعاصرة، وتعطي نظرة مستقبلية توقعية على الحالة التي يمكن أن تكون عليها السوق، وكذلك المؤشرات الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية والتي ظهرت بعد حوالي قرن وأكثر عن نظيرتها الوضعية، كذلك تعتبر أداة لقياس أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية، إلا أن إستخدامها كأداة للإستثمار غير جائز شرعا.

كما أن هناك عدة أساليب للمفاضلة بين الإستثمارات منها أسلوب أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يقيس أو يحدد العلاقة بين العائد والمخاطرة في كل إستثمار، لذلك يمكن إستخدام هذا النموذج للمفاضلة بين الإستثمارات الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية والإستثمارات في سوق الأوراق المالية المعاصرة من خلال معرفة عائد ومخاطر كل نوع من الإستثمارات وجاء في هذا الفصل تفصيل تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف التأكد و كذلك تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف عدم التأكد ، ثم مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي ، و قياس العائد والمخاطر للمؤشري داو جونز الوضعي والإسلامي.

**المبحث الأول : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف التأكد**

**المبحث الثاني : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف عدم التأكد**

**المبحث الثالث : نظر عامة عن مؤشر داو جونز الوضعي و الإسلامي العالميين**

**المبحث الرابع:تقدير العائد والمخاطر لمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي**

## المبحث الأول : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف التأكد

تفيدنا تقنيات المفاضلة بين الاستثمارات عموما في إتخاذ القرار الإستثماري المناسب من بعد معرفتنا لمقدار العوائد الممكن تحقيقها و كذلك المخاطر الممكن تحملها ، لذلك فإن تقنيات المفاضلة بين الاستثمارات جد ضرورية لكل مستثمر ، و تختلف أهميتها باختلاف الإستثمار المستهدف و الظروف المحيطة بالإستثمار ، و منه سوف نتطرق في هذا المبحث أولا لأنواع الإستثمار ثم تقنيات المفاضلة بين الاستثمارات في ظل ظروف التأكد.

### المطلب الأول: أنواع الإستثمار

يمكننا في هذا المجال تقسيم أو تصنيف أنواع الإستثمارات وقف عدة أسس، و من بين الأسس المعتمدة عليها في تقسيم الإستثمارات ما يلي:<sup>(1)</sup>

**الفرع الأول: أنواع الإستثمار من حيث مجالاتها** وفق هذا المعيار يمكن أن نصف الإستثمار إلى :

#### أولا : الإستثمارات الحقيقية

من الواضح أن الإستثمار الحقيقي يكون في السلع الرأسمالية و المتمثلة في الأراضي و المباني و تجهيزات الإنتاج و أيضا لوازم الإنتاج ومنه فإن الإستثمار الحقيقي هو الإستثمار الذي يساهم في زيادة الدخل و الناتج الوطني ، و عليه فإن هذا الإستثمار هو تخصيص الدخل للإستهلاك المستقبلي بدلا من الإستهلاك الحالي ، لذلك فإن الدخل يقسم إلى إستهلاك و إيداع، و الإيداع إذا ما تم تحويله إلى إستثمار يصبح إيداع حقيقي، و عليه فإن الإستثمار الحقيقي يساوي الدخل الحقيقي<sup>(2)</sup>

#### ثانيا: الإستثمارات المالية

هو شراء وبيع أوراق مالية مثل الأسهم والسندات ، وشهادات الإيداع والتي تعرف بأدوات الإستثمار ، وهذا الإستثمار يوصف بأنه إستثمار غير حقيقي لأنه لا يخلق قيمة أو طاقة إنتاجية جديدة بل هو عبارة عن نقل ملكية تمثل جزءا من طاقة إنتاجية ( مشروع إستثماري ) قائم أصلا، فإذا إشتري شخص أسهم شركة ما قائمة فهذا يعني تحويل ملكية الأسهم من شخص لآخر دون أن تكون هناك زيادة للطاقة الإنتاجية<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص، 24.

<sup>2</sup> - طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص، 14.

<sup>3</sup> - شقيري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، مرجع سابق ، ص، 26

كما يجب الإشارة هنا أنه إذا اشترى مستثمر أوراق مالية من شركة قامت بإصدارها لأول مرة بهدف إقامة المشروع للمرة الأولى ، فإن هذا الاستثمار يعتبر استثماراً حقيقياً ، يختلف على ما سبق ذكره بخصوص الاستثمار المالي ، ويمكن القول بأن كل استثمار مالي غالباً ما يقابله استثماراً مادياً حقيقياً ، فالأوراق المالية من وجهة نظر جمهور المساهمين تعتبر استثماراً مالياً ، بينما استخدام الأموال من وجهة المنشأة تعتبر استثماراً مادياً ولذلك نطلق لفظ أصل على أي من النوعين فيقال أصل مادي وأصل مالي<sup>(1)</sup> .

### ثالثاً : الاستثمارات البشرية والمعلوماتية

يمكن من خلال هذا النوع أن نميز بين الاستثمار في العنصر البشري وكذا الاستثمارات في تطوير المعلومات من الناحية التكنولوجية<sup>(2)</sup>

#### أ- الاستثمارات البشرية

تقوم هذه الاستثمارات على تطوير البنية الفوقية Super Structure للإقتصاد والمجتمع من خلال مؤسسات عامة أو خاصة وطنية أو أجنبية متخصصة أو متعددة الأهداف ، تعمل على بناء قاعدة بشرية عريضة من ذوي المهارات والمؤهلات والخبرات العلمية والثقافية والتكنولوجية والمهنية النظرية والتطبيقية ، بما يجعل القوى البشرية العاملة قادرة على إنجاز الوظائف الموكلة إليها ، وبالتالي تهدف الاستثمارات البشرية إلى تكوين مجتمع قادر على إستيعاب وتبني وتطوير الابتكارات الحديثة فتتعاضم إمكانات إستغلال فرص التشغيل المتاحة ويزداد رشد المجتمع المستهدف في إختيار الأفضل في الإنتاج والإستهلاك .

#### ب-الإستثمارات المعلوماتية

تتضمن المعلومات من الناحية الإقتصادية كافة الحقائق المتاحة حول نشاطات الإستثمار والتمويل والإنتاج والتسويق والإستهلاك ، وخاصة بالنسبة لمؤشرات النمو ومنها الدخل والإنفاق ورأس المال ، والتشغيل والأسعار وكذا مؤشرات أداء الأسواق المختلفة السلعية والخدمية والمالية ، وكذا أنماط الإنتاج والتسويق وإتجاهات الإستهلاك عامة ، وتقسم المعلومات من الناحية التكنولوجية إلى معرفة المواصفات Know what ، ومعرفة الأداء Know how ومعرفة البناء أو السبب Know whay ، وكذا معرفة المستقبلات Know for

1- سعيد توفيق عبيد ، مرجع سابق ، ص ، 25 .

2- هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص - ص ، 33- 34

## الفرع الثاني : أنواع الإستثمار من حيث المدة الزمنية

وفي هذا المجال يمكن أن تميز بين الإستثمار في الآجال الطويلة والقصيرة (1)

### أولا : الإستثمار طويل الأجل

الإستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ شكل الإستثمار في الأسهم بكل أنواعها وكذا السندات بأنواعها ، ويطلق عليه الإستثمار المالي.

### ثانيا : الإستثمار قصير الأجل

يتمثل في الإستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شكل أذونات الخزينة و القبولات المصرفية أو شكل شهادات الإبداع وكذا الأوراق التجارية ويطلق عليه الإستثمار النقدي .

## الفرع الثالث : أنواع الإستثمار من حيث القائم بالإستثمار

يقسم الإستثمار حسب هذا المعيار إلى إستثمار شخصي ، أو إستثمار مؤسسي وقد يكون إستثمارا خاصا أو عموميا (2) وكذا إستثمار أجنبي .

### أولا : الإستثمار الخاص

هو الإستثمار الذي يقوم به أشخاص طبيعيين أو معنويين ويكون من القطاع الخاص غير الحكومي وينقسم بدوره إلى ما يلي :

#### أ- إستثمار خاص شخصي

وهو ما يقوم به شخص طبيعي يكون بصفة فردية حيث يمكن للفرد المستثمر أن يستخدم موارد و الأموال المتاحة لديه للقيام بالإستثمار المالي و الحقيقي .

1- قاسم نايف علواني ، مرجع سابق ، ص، 36 .

2- سعيد توفيق عبيد ، مرجع سابق ، ص ، 26 ( بتصرف قليل )

## ب- استثمار خاص مؤسسي

وهو يشبه تماما ما يقوم به شخص خاص طبيعي إذ تستعمل المؤسسة والمنشأة مواردها وأموالها في إستثمارات مالية أو استثمار حقيقي ، لكن الإختلاف يكون في حجم الإستثمار حيث عادة ما يكون حجمه كبير مقارنة بإستثمار من طرف شخص واحد .

## ثانيا : الإستثمار الحكومي أو العمومي

هو نوع من الإستثمارات الضرورية في الحياة الإقتصادية لكل دولة وهو له دور مكمل للإستثمار الخاص الفردي و المؤسسي ، لكن هنا تكون الإستثمارات العمومية كبير جدا وقد تكون في المجالات التي لا يستطيع القطاع الخاص الإستثمار فيها مثل القطاعات التي تحتاج إلى أموال ضخمة كقطاع الطاقة مثلا ، وعادة ما يكون الهدف من الإستثمار العام هو تحقيق منفعة عامة ، وهذا هو الفاصل الوحيد للتمييز بين الإستثمار الخاص والعام

## ثالثا :الاستثمار الأجنبي

هي مجموع الإستثمارات الأجنبية الواردة لإقتصاد ما ، والتي أصبحت من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية الإقتصادية ، خاصة في البلدان النامية ، ودول أوربا الشرقية ، فقد تميز عقد التسعينيات وما بعده بتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال<sup>(1)</sup> ، ويعود ذلك لأسباب كثيرة منها<sup>(2)</sup> .

- حاجة الدول النامية إلى رؤوس أموال بهدف تنفيذ مشاريع التنمية .
- حصول المستثمر الأجنبي على عدد من التسهيلات ، والإعفاءات والضمانات لتشجيع الإستثمار الأجنبي داخل الدولة .
- ترابط المصالح بين عدد من المستثمرين والممولين الدوليين ، دفعهم ذلك لإقامة شركات متعددة الجنسيات

1- ماجد أحمد عطاالله ، مرجع سابق ، ص 23 .

2- قاسم نايف علواني ، مرجع سابق ، ص 38 .

## الفرع الرابع : أنواع الإستثمارات وفق التخصيص القطاعي

إن تصنيف الإستثمارات وفق التخصيص القطاعي يعد قاعدة معلومات أساسية لتحليل وتقييم أداء النشاطات التي تخضع أدواتها للإستثمار في الأسواق المالية أو يجري التخطيط لتطورها أو لإدخالها ضمن العلاقات الهيكلية لإقتصاد ما<sup>(1)</sup>

لذلك فإن الإقتصاد يجري توزيعه بين القطاعات الأولى وهي الزراعية والإستخراجية والقطاع الثانوي هي القطاعات التحويلية ، والقطاعات الثالثة وهي الخدمية والتوزيعية .

ومهما كان التوزيع القطاعي فإن هذا التصنيف يساعد على إظهار إتجاه التنمية في بلد أو إقليم معين ، وعليه من الضروري تحديد حجم الإستثمار وخصائصه وخاصة كفاءته الإنتاجية ، وتشخيص موقعه ضمن نشاط أو صناعة أو نوع أو قطاع ، حتى يبين إتجاه الإقتصاد المعني بالدراسة نحو التخصص أو نحو التنوع الإنتاجي وتقدير معدلات و إتجاهات الإرتباطات التكتيكية للتخصصات الإنتاجية وذلك لتحديد مدى توافر الإستثمارات المخطط لها أو المستهدفة مع التحولات الهيكلية المخططة في هذا الإقتصاد .

وفي ما يخص الإستثمارات المالية من الضروري إعطاء الإهتمام الأكبر للأدوات الخاصة بالنشاطات الأكثر كفاءة وقدرة على النمو وتمييز هذه النشاطات عن غيرها من النشاطات المتميزة بالركود ، إن تحليل النشاط الفروع بشكل متدرج وهيكلية يعد أمراً هاماً لإزالة الغموض عن مختلف الإستثمارات في الأسواق المالية .

## المطلب الثاني: تقنيات المفاضلة بين الاستثمارات في ظل ظروف التأكد

كما أشرنا سابقاً في هذا الوضع تكون الأوضاع المستقبلية للاستثمار شبه مؤكدة من حيث التدفقات النقدية للاستثمار، كما يعتبر اختيار أدوات المفاضلة مرحلة حاسمة في تقييم الاستثمار ذلك لأنه يمثل المنطلق الأول لترتيب والمفاضلة بين الاستثمارات وهذا الترتيب بين الاستثمارات يعتمد على أهداف صاحب الاستثمار أو القرار الاستثمار<sup>(2)</sup> ، لذلك نجد أن في ظل ظروف التأكد يمكن التمييز بين نوعين من الأدوات للمفاضلة بين الاستثمارات هما:

- المعايير التي لا تقوم على مبدأ التفضيل الزمني للنقد وتعتبر معايير ساكنة (لا تعتمد على معدل الخصم)
- المعايير التي تقوم على مبدأ التفضيل الزمني للنقد وتعتبر معايير غير ساكنة (تعتمد على معدل الخصم).

1- هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص، 40

2 - رحيم حسين، أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية، مكتبة إقرأ، الجزائر ط1، 2011، ص، 243.

### الفرع الأول: التقنيات التي لا تعتمد على معدل الخصم

يمكننا ان نميز بين أهم معيار بين هذه الحالة وهما:

- معيار فترة الاسترداد
- معيار العائد المحاسبي (المعدل المتوسط للعائد).

#### أولاً: معيار فترة الاسترداد

وفق لهذا المعيار تتم المفاضلة بين الاستثمارات على أصول طول المدة الزمنية اللازمة لتساوي التدفق النقدي الداخل من إنفاق رأسمالي معين مع التدفق النقدي الخارجي للمشروع المقترح، أو بعبارة أخرى فإن فترة الاسترداد عبارة عن الفترة الزمنية المتوقعة إسترداد قيمة الانفاق الأولى خلالها، وطبقاً لهذا المعيار يفضل المستثمر المشروع الذي يغطي تدفقاته النقدية الداخلية قيمة الانفاق الرأس مالي بطريقة أسرع من المشروع الذي يستغرق وقت أطول.<sup>(1)</sup> ويعبر عن فترة الاسترداد بالمعادلة التالية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{قيمة الاستثمارات الأصلية}}{\text{التدفقات النقدية السنوية الثابتة}}$$

#### مثال للتوضيح:

نفترض أن مشروع استثماري يتطلب إنفاق 400.000 دينار ويعطي هذا المشروع دخلاً سنوياً (تدفق نقدي مستوي) بمقدار 100.000 دينار، فإن فترة الاسترداد تحسب كما يلي:

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{400,000}{100,000} = 4 \text{ سنوات}$$

ومنه فإن في حالة وجود أكثر من بديل استثماري أمام المستثمر فإنه سوف يفاضل بين الاستثمارات وفق الطريقة السابقة، وذلك من خلال احتساب قدرة الاسترداد في كل مشروع، ويختار المشروع الذي تكون فترة الاسترداد أقل من المشروع الثاني.

<sup>1</sup> - أسامة عزمي سلامة، شقيري نوري موسى، دراسة الجدوى الاقتصادي وتقسيم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص، 141.

### ثانيا: معيار العائد المحاسبي (المعدل المتوسط للعائد)

يسمى بمعدل العائد المحاسبي لأنه يعتمد على نتائج الأرباح والخسائر في القيود المحاسبية، وبالتالي فهو عبارة النسبية المثوية بين متوسط العائد السنوي إلى متوسط التكاليف الاستثمارية بعد خصم الإهلاك والضريبة، وأهم شيء في هذه التقنية هو ضرورة مقارنة نتيجة العائد المحاسبي المحصل عليه مع سعر الفائدة السائد في السوق، ويعتبر المشروع مقبولا عندما تكون نتيجة العائد المحاسبي أكبر من معدل الفائدة السائد في السوق والعكس صحيح، ومنه فإن معدل المتوسط للعائد هو تعبير عن الكفاية الحدية لرأس المال، والمقصود بها هو مقدار ما تحققه الوحدة النقدية المستثمرة من عائد صافي، وعلى هذا الأساس تتم المفاضلة بين الاستثمارات، حيث يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر عائد على الوحدة النقدية المستثمرة.<sup>(1)</sup>

ويمكن احتساب العائد المحاسبي كما يلي:

$$\text{العائد المحاسبي} = 100 \times \frac{\text{متوسط صافي الربح}}{\text{متوسط الأموال المستثمرة}}$$

ولتوضيح ذلك نفترض أن هناك مشروع (أ) بقيمة استثمار 3000 دينار بمتوسط دخل سنوي 500 دينار، مشروع (ب) قيمة الاستثمار 3000 دينار بمتوسط دخل سنوي 550 دينار، مشروع (ج) قيمته الاستثمار 3000 دينار بمتوسط دخل سنوي 600 دينار.

نلاحظ انه تتم المفاضلة بين الاستثمارات أ، ب، ج كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{العائد المحاسبي} &= 100 \times \frac{500}{3000} = \text{المشروع (أ) العائد المحاسبي} = 16.6\% \\ \text{العائد المحاسبي} &= 100 \times \frac{550}{3000} = \text{المشروع (ب) العائد المحاسبي} = 18.3\% \\ \text{العائد المحاسبي} &= 100 \times \frac{600}{3000} = \text{المشروع (ج) العائد المحاسبي} = 20\% \end{aligned}$$

<sup>1</sup> - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ، 85.

وبمقارنة قيمة بسيطة يمكننا أن نرتب الاستثمارات الثلاثة حيث العائد المحاسبي نجد أن المشروع (ج) هم الأفضل ثم المشروع (ب) ثم المشروع (أ).

### الفرع الثاني: التقنيات التي تعتمد على معدل الخصم

تعتبر طريقة تقييم الإيراد أو التدفقات النقدية المخصومة من أفضل أساليب المفاضلة بين الاستثمارات، فهي تأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود أو للتدفقات النقدية المستقبلية، كما أنها تعالج سلبيات التي تأخذ على المحاسبة المالية في معالجة التدفقات النقدية الداخلية والخارجية، وفي الوقت الذي تركز فيه هذه الطريقة على التوقعات المستقبلية، فإنها لا تتجاهل الواقع الفعلي باعتباره أحد المعطيات الأساسية التي تقييم على أساسها توقعات المستقبل.<sup>(1)</sup>

ومنه يمكن استخدام الطرق التالية التي تعتمد على معدل خصم لتقييم أو للمفاضلة بين الاستثمارات وحي كما يلي:

### أولاً: طريقة صافي القيمة الحالية

يتمثل أسلوب أو طريقة صافي القيمة الحالية المتولدة عن طريق التدفقات النقدية طوال العمر الاقتصادي للمشروع عن طريق إيجاد الفرق بين القيم الحاضرة للتدفقات النقدية المستقبلية الداخلية، مع نظيرتها الخارجية بعد خصم هذه التدفقات بمعامل خصم يحدد في الغالب بما يماثل معدل الفائدة الحقيقي على القروض طويلة والمتوسطة الأجل (أي يماثل معدل الدخل الخالي من المخاطرة)، أو إلى معدل الفائدة الذي سوف يدفعه المقترض لرأس المال (أي تكلفة رأس المال) الذي تحسب كلفته الحقيقية على أساس معدل الفائدة للقروض التي يخص عليها المشروع مطروحاً منها معدل التضخم.<sup>(2)</sup>

والهدف من استخدام معامل الخصم هو من أجل إزالة أثر الزمن على التدفقات النقدية للمشروع من بداية مرحلة تنفيذه ولغاية نهاية العمر التشغيلي، بهدف التوصل إلى القيمة الحقيقية لهذه التدفقات أي إرجاع كافة التدفقات النقدية إلى بداية فترة تنفيذ المشروع من أجل تحديد الأفضلية الزمنية بين المشروعات، وكذلك لتحديد تكلفة الفرصة البديلة لاستخدام الأموال في مشاريع بديلة.

ومنه فإن المستثمر الذي قام بتمويل المشروع بقرض طويل الأجل فإن معدل الخصم المستخدم لتحديد القيمة الحالية، الصافية يجب أن يكون معادل لسر الفائدة الفعلي للقرض، أما إذا كان تمويل المشروع بقرض من بنك أو من الحكومة فإن معدل الخصم هو معدل الفائدة السائد في السوق، ويعتبر المشروع مقبولاً أو له جدوى اقتصادية

1 - حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية لنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص، 115.

2 - قاسم ناجي حميدي، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2008، ص-ص، 225-226.

إذا كانت القيمة الحالية الصافية للمشروع أكبر من الصفر، أو كحد أدنى تساوي الصفر، أما إذا كانت القيمة الحالية سالبة فإن المشروع غير مقبول في حالة المفاضلة بين الاستثمارات نأخذ الاستثمار الذي يحقق أكبر قيمة  
حالية صافية.<sup>(1)</sup>

وتحتسب القيمة الحالية الصافية بالمعادلة التالية<sup>(2)</sup>

$$NPV \equiv \left( \frac{F_1}{(1+K)^1} + \frac{F_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{F_N}{(1+K)^N} \right) - I_0$$

حيث أن:

$NPV$  صافي القيمة الحالية

$F_1$ : صافي التدفقات النقدية في السنة  $t_1$

$N$ : عدد السنوات التي تمثل العمل الإنتاجي المتوقع للإستثمار.

$K$ : التكلفة الحدية لرأس المال.

$I_0$ : إجمالي التكاليف المبدئية للاستثمار

ثانيا: طريقة معدل العائد الداخلي: **IRR (internal rate of return)**

معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم أو معدل التحسين الذي يجعل القيمة الحالية الصافية للمشروع معدومة، أي أنه المعدل الذي عنده تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية تساوي إلى الانفاق الاستثمارية، ويسمى بالعائد الداخلي لأنه يعبر عن العائد أو المردودية، الذي يحققه المشروع نفسه.<sup>(3)</sup>

وهي من أهم التقنيات التي تستخدم في المفاضلة بين المشروعات والبدائل الاستثمارية المقترحة، ونظرا لأهميتها فان معظم مؤسسات التمويل الدولي وخاصة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير تعتمد ان هذه الطريقة عند القيام بتقديم أي قروض أو استثمارات لأية دولة، ويمكن أن تعرف هذه الطريقة بأنها معدل الخصم الذي تتساوى عنده قيمة التدفقات النقدية الداخلية مع قيمة التدفقات النقدية الخارجية، ما هو إلا عبارة سعر الخصم الذي يعطي قيمة حالة للمشروع ويساوي الصفر<sup>(4)</sup>

ويمكن احتساب معدل العائد الداخلي بالمعادلة التالية:

$$IRR = \frac{F_1}{(1 + IRR)^1} + \frac{F_2}{(1 + IRR)^2} + \dots + \frac{F_N}{(1 + IRR)^N} - I_0 = 0$$

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص، 226.

<sup>2</sup> - قاسم نايف علواني، مرجع سابق، ص، 88.

<sup>3</sup> - رحيم نايف علواني، مرجع سابق، ص، 271.

<sup>4</sup> - قاسم نايف علواني، مرجع سابق، ص 89.

ولاتخاذ القرار الاستثماري المناسب يجب أن يقارن بين تكلفة رأس ( $K$ ) المال ومعدل عائد الداخلي ( $IRR$ )، فإذا كان ( $K < IRR$ ) فإن الاستثمار مقبول، أما إذا كان ( $K > IRR$ ) فإن الاستثمارات مرفوض، وفي حالة ما كان ( $K = IRR$ )، فإن الاستثمار يمكن قبوله مع عدم تحقيق أرباح ولا خسائر، ويهتم اعتماد هذا الاستثمار من طرف بعض الدول لتحقيق أهداف أخرى كتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات نتيجة تخفيضها لوارداتها.

### ثالثا: طريقة دليل الربحية

ويقصد بدليل الربحية تحليل المنافع والتكاليف أي نسبة المنافع إلى التكاليف، ويستفاد من تطبيق هذا المعيار في إجراء مقارنات فيما بين المشروعات ذات الاحجام المختلفة<sup>1</sup>، كما يدل معيار دليل الربحية من حاصل قسمة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية لهذا المشروع، أو بمعنى فإن دليل الربحية هو عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات الناتجة عن المشروع الاستثماري مقسوما على التكلفة المبدئية لهذا المشروع.<sup>(2)</sup>

ونجد أن الحاصل القسمة المذكور سابقا إما أن يكون الواحد صحيح أو أقل من الواحد الصحيح أو أكبر منه، فإذا كان دليل الربحية أكبر من الواحد الصحيح، فهذا يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية للمشروع أكبر من التكلفة الأولية للمشروع أي المشروع مربح، أما إذا كان دليل الربحية أقل من الواحد الصحيح فهذا يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة للمشروع أقل من التكلفة الأولية للمشروع ومنه فإن المشروع غير المربح.

أما إذا كان دليل الربحية يساوي الواحد الصحيح فإن المستثمر أو صاحب القرار الاستثماري على أسس متغيرات أخرى غير مالية.

وطريقة حساب دليل الربحية تكون وفق الصيغة التالية:<sup>(3)</sup>

$$\frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية}}{\text{فترة الاسترداد}} = \frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية (تكلفة الاستثمار الأولية)}}{\text{فترة الاسترداد}}$$

<sup>1</sup> - قاسم ناجي حمدي، مرجع سابق، ص، 233.

<sup>2</sup> - أسامة عزمي سلامة، شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص، 158.

<sup>3</sup> - قاسم ناجي حمدي، مرجع سابق، ص، 233.

وفي حالة المفاضلة بين عدد من البدائل الاستثمارية فإنه المستثمر يقوم المستثمر بترتيب الاستثمارات على حساب دليل الربحية ترتيبا تنازليا والمشروع ذو دليل الربحية الأكبر هو المشروع الأفضل والأنسب.

## المبحث الثاني : تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف عدم التأكد

يعتبر نموذج تسعير الأصول المالية من أهم و أحسن النماذج أو الطرق المستخدمة للمفاضلة بين الإستثمارات وخاصة إذا تعلق الأمر بالإستثمار في أسواق الأوراق المالية ، و نظرا لطبيعة الإستثمار في أسواق الأوراق المالية وما يرافقه من مخاطر كبيرة و في نفس الوقت إمكانية تحقيق أرباح معتبرة ، فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو الأنسب للإستخدام في هذا النوع من الإستثمارات لأنه يربط بشكل قوي بين العائد و المخاطرة

### المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset pricing Model

حظيت نظرية الإستثمار والتمويل باهتمام كبير من طرف الإقتصاديين والخبراء الماليين ومازالت تحظى بهذا الإهتمام إلى اليوم، نظرا لكون الإستثمار والتمويل مترابطان بشكل كبير وينتج عن عملية الإستثمار والتمويل ما يسمى بالعائد والمخاطرة، حيث أن المستثمر يسعى لتعظيم العائد والتقليل من المخاطرة، لذلك ظهرت عدة دراسات حاولت تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة، ومن بين هذه الدراسات، دراسة أنتجت نموذج لتسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

### الفرع الأول: نشأة ومفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

كان الفضل في ظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للإقتصادي البروفيسور وليام شارب عام 1964، وتم تطوير النموذج بواسطة كل من لانتر linther عام 1965 ، وقد استمد هذا النموذج من العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة وهذا يعتبر أساس لتنظيم الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

والجدير بالذكر بأن وليام شارب اعتمد في دراسته على ما توصل إليه الإقتصادي ماكويترز markowitz في نظريته المعروفة بمبدأ التنوع في بناء المحافظ الإستشارية في إطار المنفعة القصوى التي يحققها هذا المبدأ، وقد أدى هذا النموذج فيما بعد إلى تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من قبل كل من شارب ولينتر، وكذلك مونسيو<sup>(2)</sup> وأصبح يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة ، و لقد جمع هذا النموذج بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب في أن واحد، وبذلك أصبح تقييم الإستثمارات والمفاضلة بينها أكثر موضوعية باعتمادها على الأساس الكمي للمخاطر بدلا من التقديرات الشخصية للمستثمرين، حيث يقوم النموذج (CAPM) على أساس أن هناك علاقة بين عائد الأصل الإستثماري وعائد السوق، كما يستند النموذج على الافتراض القائل بأن العائد

<sup>1</sup> -غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستشارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، ط1، 2014، ص، 194.

<sup>2</sup> -مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص، 239

المطلوب على أي أصل استثماري يساوي العائد الخالي من المخاطرة زائد علاوة المخاطرة، أي أن مقدار المخاطرة الموجودة في أي أصل استثماري يجل أن تنعكس على العائد المطلوب، فإن زادت المخاطرة يجب وتبعاً لذلك أن يكون معدل العائد مرتفعاً، والعكس صحيح<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

من الملاحظ أنه في الحياة العملية من الصعب جداً بناء نموذج رياضي لتحديد سعر أصل من الأصول، وتكمن الصعوبة في الظروف المختلفة التي تؤثر على السعر وعلى الأصل الرأسمالي في حد ذاته ومن ضمن هذه الصعوبات العمولة، الضرائب والبيع على المكشوف والمضاربة والمنافسة وإختلاف مفهوم العائد<sup>(2)</sup>

إلا أنه مع ظهور النموذج (CAPM)، زاد الإهتمام به من خلال إستخدامه في قيام المستثمر بعملية المفاضلة بين الإستثمارات، كما أن العائد دائماً كان هو الخط الفاصل بين الإستثمارات وعلاقتها بالتوقعات المستقبلية مما أدي إلى ظهور مفهوم المخاطرة ، التي هي سعر العائد المتوقع من الإستثمار، ونتيجة لإرتباط العائد بالمخاطر برزت أهمية نموذج (CAPM) في تقييم الأصول الإستثمارية.

مما تقدم تظهر أهمية نموذج (CAPM) في كونه أداة لقياس العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة التي ترافقه عند تقييم إستثمار معين، هذه المخاطر محيطة بالأصول أو الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر أو محفظة الأوراق المالية، أما المخاطر غير المنتظمة فيستطيع المستثمر التخلص منها عن طريق تنويع الأوراق المالية المكونة للمؤشر أو المحفظة المالية، فإن النموذج لا يهتم بها ، لذلك فإن هذا النموذج يوضح للمستثمر كيفية تعديل مكونات محفظته المالية في ضوء متطلبات العائد والمخاطر بالإعتماد على محفظة السوق وذلك عن طريق الإحتفاظ بكميات موجبة أو سالبة من الأوراق المالية الخالية من المخاطر، كما يستخدم هذا النموذج (CAPM) في العديد من المجالات من بينها تقييم البدائل المقترحة ووضع معايير للقرارات الإستثمارية، وتقدير تكلفة التمويل<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> -قاسم نايف علواني، مرجع سابق، ص، 97.

<sup>2</sup> -غازي فلاح مومني، مرجع سابق، ص، 194.

<sup>3</sup> -قاسم نايف علواني، مرجع سابق، ص، 98.

### الفرع الثالث: فرضيات نموذج (CAPM)

ككل نموذج رياضي أو مدخل كمي لقياس العائد والمخاطر الأصول الرأسمالية يتطلب الأمر تحديد مجموعة من الفرضيات، وبذلك فإن فرضيات تسعير الأصول الرأسمالية هي كما يلي<sup>(1)</sup>

أ- تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة مثل هذا الفرض من شأنه أن يتيح فرصة أفضل لتقدير دقيق للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

ب- المستثمر يسعى دائما للمزيد من العوائد، فلو أنه أعطى الفرصة ليفاضل بين محافظتين متساويتين من جميع النواحي إلا العائد، فإنه سوف يختار المحفظة ذات العائد الأعلى.

ج- المستثمر بطبيعته يتجنب المخاطر، وهي الفئة الغالبة من المستثمرين من بين الفئات الأخرى مثل المستثمر المخاطر والمستثمر الذي يقبل بمعدل متوسط من المخاطرة.

د- المستثمر يمكنه شراء أي كمية يرغب فيها من الأوراق المالية، مهما كان صغر حجم الكمية، بمعنى آخر يستطيع المستثمر أن يدخل السوق مهما كان رأس ماله ضئيلا.

هـ- المستثمر يمكنه أن يقرض أو يقترض على أساس معدل يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر، وأن هذا المعدل متماثل لكافة المستثمرين.

و- المعلومات تصل بسرعة ودون كلفة للمستثمرين أي السوق كفؤة

ز- للمستثمرين توقعات متماثلة أو متجانسة، بمعنى أن لديهم نفس التصور بشأن العائد المتوقع والانحرافات المعيارية والتغاير للأوراق المالية المتداولة، وهذا أمر تقريبا واقعي، ذلك أن المستثمرين الرئيسيين في أسواق الأوراق المالية هم مؤسسات الاستثمار والبنوك وشركات التأمين وغيرها، ومن المؤكد أن هذا النوع من المستثمرين لديهم توقعات متجانسة، باعتبار أنه يمكنهم الوصول إلى نفس مصادر المعلومات.

ك- لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة على المعاملات.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص، 277.

## الفرع الرابع: المكونات الأساسية لنموذج (CAPM)

إن المعالم الأساسية لتكوين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) هي كل من معدل العائد الخالي من المخاطرة، عائد محفظة السوق ، معامل بيتا وهي كما يلي<sup>(1)</sup>

### أولاً: معدل العائد الخالي من المخاطرة: $R_F$ risk free rate

إن مفهوم الإستثمار الخالي من المخاطرة ( $R_F$ ) وفقاً لتحليل ماركويتز هو أن المستثمر الذي يشتري في بداية الفترة استثماراً يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة المحددة للإستثمار، ويمثل العائد الخالي من المخاطر ( $R_F$ ) بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من إستغلال أمواله لتحقيق أو إشباع منافع حاضرة نظراً لتوجيه تلك الأموال إلى الإستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية الحكومية ذات أجل قصير (لا تتجاوز السنة الواحدة) لأن الجهة المصدرة لهذه الأصول المالية ذات ملائمة مالية جيدة جداً ، وبالتالي سوف يحصل المستثمر على العائد المتوقع من استثماره بشكل مؤكد ويكون الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية خالي من المخاطر التالية:

- أ- مخاطر عدم السداد، من غير الممكن أن تعجز أي دولة على سداد ديونها ولو كان ذلك من خلال لجوئها إلى إصدار نقدي جيد
- ب- مخاطر التضخم، وهي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الحقيقي لتغطية احتمال التغيرات المستقبلية في قيمة النقود، وإذا كان هذا غير وارد في الأجل القصير.
- ت- علاوة السيولة (تكلفة السيولة)، وهي قدرة الأصل المالي على التحول إلى نقد بسرعة وبدون خسارة قياساً بتكلفة شراء الأصل، إذ هي مقياس لدرجة بيع الأصل في السوق، فإذا كان الأصل المالي منخفض السيولة فأن المستثمرين يضيفون علاوة جديدة إلى السعر لتعويض ذلك.

### ثانياً: معدل عائد محفظة السوق $R_m$ market Return

ويمكن أن نسميها عائد السوق، ومنه فإن محفظة السوق هي المحفظة التي تشمل كافة الأوراق المالية المتداولة وكذلك كافة أوجه الإستثمار من أسهم عادية وممتازة وسندات وعقارات وذهب وعمليات، وغيرها من الأصول

<sup>1</sup>-قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص-ص، 100-102.

الإستثمارية ، وكذلك الإستثمار في الرأس المال البشري، وهو ما قام عليه فكر ماركويتز<sup>(1)</sup>، ويقصد بعائد محفظة السوق (عائد السوق  $R_m$ ) في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية.

### ثالثا:معامل بيتا : $\beta$ Coefficient of beta

معامل بيتا ( $\beta$ ) من أهم العناصر المكونة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهو ( $\beta$ ) يحدد العلاقة بين مخاطر السوق وعائد أصل معين ( $i$ )، ويتم قياس هذه العلاقة بمعامل بيتا، حيث يعتبر المعامل مقياسا لمخاطر النظامية ومؤشرا لدرجة حساسية عائد الأصل ( $i$ ) في الاستجابة لتغير في عائد السوق، ويمكن تحديد معامل بيتا بأصل معين ( $\beta_i$ ) من خلال المعادلة التالية:<sup>(2)</sup>

$$\beta_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \times \text{corr}(R_i, R_m) \quad \text{أو} \quad \beta = \frac{R_i \sigma_i}{\sigma_{rm}}$$

$\sigma_i$  هو الإنحراف المعياري لعائد الأصل ( $i$ )

$\sigma_m$  : الإنحراف المعياري لعائد السوق

$\text{Corr}(R_i, R_m)$ : معامل الارتباط بين عائد الأصل وعائد السوق ( $R_{im}$ )

ويلاحظ من معادلة المعامل  $\beta$  بأنه كلما كان الإنحراف المعياري للأصل ( $\sigma_i$ ) أكبر أو مرتفع مقارنة بالإنحراف المعياري لسوق ( $\sigma_m$ ) فإن المعامل بيتا  $\beta$  سيكون كبيرا وبالتالي درجة المخاطرة في هذا الأصل تكون كبيرة، فلو افترضنا أن المعامل بيتا بأصل معين هو واحد، فإن ذلك يعني أنه عند ارتفاع عائد السوق مثلا بمعدل 15% ( $\sigma_m$ ) فإن عائد الأصل ( $i$ ) أو ( $\sigma_i$ ) سيكون مرتفعا أيضا بـ 15% ويحدث العكس إذا إنخفض عائد السوق بـ 15% ( $\sigma_m$ )، ويقال على هذا الأصل ( $i$ ) أن مخاطرة سوقية عادية

أما إذا كان معامل  $\beta_i$  للأصل  $i$  يساوي 0.5% فإن مخاطرة هذا الأصل سوف تكون نصف مخاطرة السوق، وبالتالي تعتبر المخاطرة السوقية لهذا الأصل ( $i$ ) متدنية، ولو كان معامل بيتا ( $\beta$ ) للأصل ( $i$ ) تساوي 2 أي أكبر من 1، فإن مخاطر هذا الأصل تساوي ضعف مخاطر السوق ( $\sigma_m$ )، ومنه فإن هذا الأصل ( $i$ ) يكون

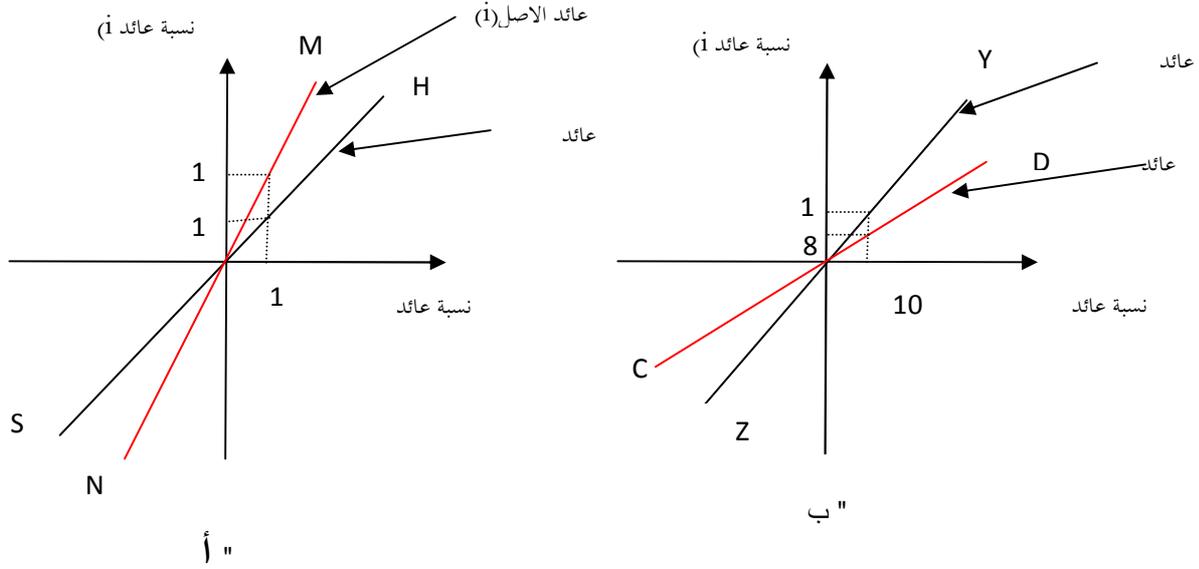
<sup>1</sup>-منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص، 280.

<sup>2</sup>-مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص، 244.

مرتفع المخاطرة، كذلك الأمر بالنسبة للعائد في حالة  $\beta = 0.5\%$  و  $\beta = 2\%$  فإن أرباح الحالة الأولى سوف تكون تساوي نصف أرباح السوق، وأرباح الحالة الثانية سوف تكون ضعف أرباح السوق.<sup>(1)</sup>

والشكل الموالي يوضح الحالتين اللتين يكون فيها معامل  $1 < \beta < 1$ ، في الجزئين أ، ب من الشكل.

الشكل رقم (13) يوضح الحالات المختلفة لقيمة معامل  $\beta$  والعلاقة بين عائد السوق وعائد الأصل الاستثماري (i)



المصدر: مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص، 247.

نلاحظ من الجزء أ- من الشكل أنه عندما كان معامل  $\beta$  للأصل  $i$  يساوي 1.5 فإن تغير معدل عائد السوق ب 10% يجعل الأصل  $i$  يحقق عائدا يقدر ب 15% ونفس الشيء بالنسبة للخسائر.

كما نلاحظ من الجزء ب- من الشكل عندما يأخذ معامل  $\beta$  للأصل  $i$  قيمة تساوي 0.8 أي أن تغير معدل عائد السوق ب 10% فإن الأصل  $i$  يحقق عائدا مقداره 8% ونفس الشيء بالنسبة للمخاطر.

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص، 245.

### الفرع الخامس: معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

يمكن جمع العناصر الأساسية المكونة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في المعادلة أو الصيغة الرياضية التالية<sup>(1)</sup>

$$ER_i = RFR + (R_m - RFR)\beta_i$$

حيث أن

$ER$ : معدل العائد المطلوب على الأصل (i)

$RFR$ : معدل العائد الخالي من المخاطر

$R_m$ : معدل عائد السوق

$\beta_i$ : معامل قياس المخاطر المنتظمة

ويتضح من المعادلة أن العائد المطلوب  $ER$  يتكون من جزئيين هما كما يلي

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطر + علاوة المخاطرة

ومنه فإن  $RFR$  معدل العائد الخالي من المخاطرة يتكون بدوره من جزئيين هما:

العائد الحقيقي (Real return) وهو العائد الخالي من توقعات التضخم والجزء الثاني هو علاوة التضخم (inflation premium) والذي يساوي معدل التضخم المتوقع، وهذه العلاوة تعكس توقعات المستثمرين لانخفاض القوة الشرائية للنقود، وبالتالي سوف يتغير معدل العائد الخالي من المخاطر مع نفس اتجاه تغير علاوة التضخم.

أما الجزء الثاني لمعدل العائد المطلوب ( $ER$ )، وهو علاوة المخاطر، وهي ذلك الجزء من العائد المطلوب زيادته على العائد الخالي من المخاطرة  $RFR$  أي  $(R_m - RFR)\beta_i$ ، ويرجع ذلك للمخاطر المنتظمة وخاصة جزأها الذي يعرف بعلاوة السوق ( $R_m - RFR$ ) وهي العائد الإضافي المتوقع نتيجة احتفاظ المستثمر بالأصل (i)

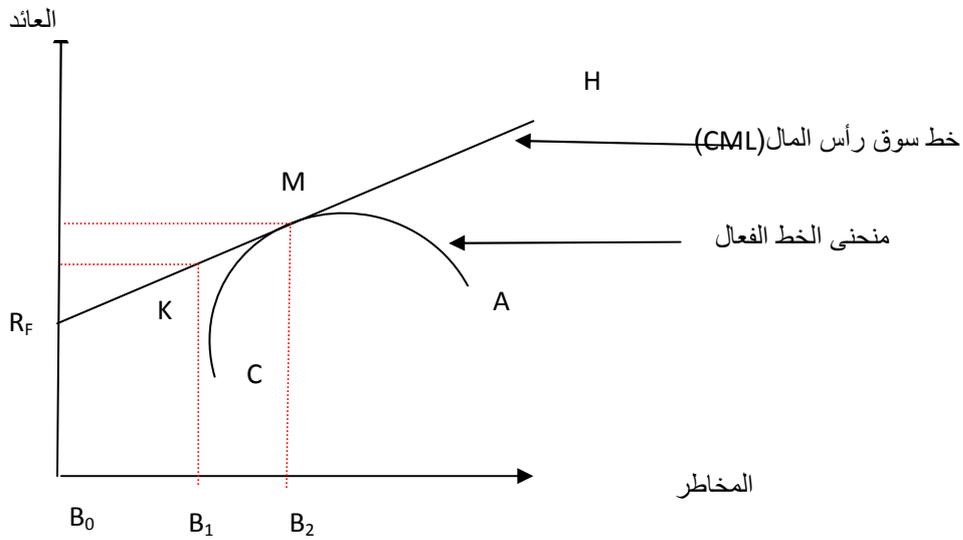
<sup>1</sup>-قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص، 103.

## الفرع السادس: خط سوق رأس المال (CML) capital market line

يمثل خط سوق رأس المال الإختيارات الكفؤة التي تواجه المستثمر والذي بدوره يقوم باختيار محفظته المثلى بناء على إتجاهاته الشخصية نحو المخاطر (هل هو مستثمر مخاطر، محايد عن المخاطر، يقبل بمقدار معين من المخاطرة)، ويعبر خط سوق رأس المال عن علاقة التوازن بين العائد والمخاطر للمحفظة الكفؤة والمحافظ الكفؤة هي المحافظ المتنوعة الأصول مما يجنبها المخاطر غير المنتظمة (المخاطر المتعلقة فقط بالشركة المصدر للأصل المالي).

والشكل الموالي يظهر خط سوق رأس المال (CML) والذي هو عبارة عن خط مستقيم بين النقاط  $(H, M, R_F)$ ، والسبب في تحول الحد الفعال أي المنحنى  $(A, M, C)$  والذي يعبر عن المحافظ المكونة من الأصول الخطرة فقط، لأنه لا ينطلق من النقطة  $(R_F)$  والتي تمثل الأصول الحالية من المخاطر، حيث أن إمكانية الإقراض والإقتراض على أساس معدل العائد الخالي من المخاطرة (risk free rate) هي التي تجعل المحافظ التي تقع على خط سوق رأس المال (CML) هي الأفضل بالنسبة للمستثمر.<sup>(1)</sup>

### الشكل رقم (14) خط سوق رأس المال



المصدر: دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص، 378. (بتصرف القليل)

وبما أن المستثمرين لا يرغبون في المخاطر (فرضية ماركويتز في المفاضلة بين العائد والمخاطر) فإنه سوف يفضلون المحافظ الإستثمارية التي تقع على خط سوق رأس المال  $(R_F, M, H)$ ، ويجاول أن يختار المحفظة التي تناسب أولوياته ومقدار مفاضلته بين العائد والمخاطر

<sup>1</sup> -حسين على قريوش، وآخرون، مرجع سابق، ص، 87

فمثلاً إذا افترضنا أن المستثمر إختار المحفظة التي تقع على النقطة ( $R_F$ ) فإنه بذلك يفضل الإستثمار في الأصول المالية التي عوائدها قليلة ولكنها خالية من المخاطر ومعامل بيتا لها يساوي الصفر.

أما إذا إختار المحافظ التي تقع على النقطة ( $K$ ) فإن يفضل الإستثمار في الأصول المالية ذات عوائد متوسطة ومخاطر كذلك متوسطة ومقدار بيتا لهذه الأصول المالية لنفترض أنه  $\beta_1$  يكون أكبر من بيتا في النقطة ( $R_F$ )  $\beta_0$  وفي حالة أنه إختار المحافظ التي تقع على النقطة ( $m$ ) فإنه بذلك يفضل العوائد المرتفعة مقابل تحمله لمخاطر أكبر لأن  $\beta_2$  أكبر من  $\beta_1$  ومن  $\beta_0$ .

### الفرع السابع: خط الأوراق المالية (SML) security market line

ينطبق تحليل خط سوق رأس المال على المحافظ الكفوة فقط وأن العلاقة بين العائد والمخاطر تطبق على الورقة المالية الواحدة ، وبالتالي هل ينطبق تحليل خط سوق رأس المال على المحافظ غير كفوة؟

إن المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المتنوعة تنوعاً كاملاً هي مخاطر منتظمة فقط لأن الأساليب الحديثة لإدارة المحفظة تستطيع أن تحيد أو تلغي المخاطر غير المنتظمة حيث يصبح ( $\beta$ ) لهذه النوع من المحافظ يساوي الصفر.<sup>(1)</sup>

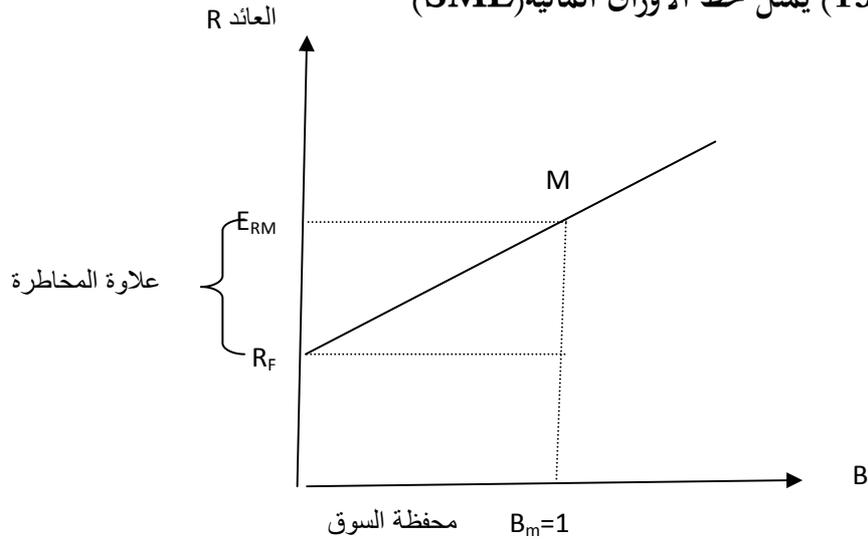
إن العلاقة بين العائد والمخاطرة للورقة المالية يمكن تمثيلها تمثيلاً بيانياً في الشكل الموالي، تظهر بيتا ( $\beta$ ) في المحور الأفقي، والعائد المتوقع في المحور الرأس، أما الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة بين العائد والمخاطر فهو يسمى خط الأوراق المالية (SML)، ومنه فإن نقطة تقاطع الخط (SML) مع المحور الرأسي تمثله العائد الخالي عن المخاطر ( $R_F$ ) ومقدار بيتا في هذه النقطة يساوي الصفر، وكل نقطة أخرى على خط الأوراق المالية (SML) تحتل مقدار معين من العائد مع احتمال  $\beta$  أكبر أي مخاطر أكبر

كما نلاحظ أن ( $\beta$ ) لمحفظة السوق يساوي (1) (لأنها تشتمل كل الأوراق المالية الموجودة في السوق)، ولذلك فإن العائد المتوقع على المحفظة لسوق يساوي العائد المتوقع ( $ER$ ) في هذه الحالة في الشكل الموالي هو عبارة ( $RE$ )، عبارة عن المسافة العمودية بين العائد الخالي من المخاطرة ( $R_F$ ) والعائد المتوقع ( $ER$ ) وهي تمثل علاوة المخاطرة ( $ER - R_F$ ).<sup>(2)</sup>

<sup>1</sup>- ديريدي كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستشاري، مرجع سابق، ص، 380.

<sup>2</sup>- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 224.

الشكل رقم (15) يمثل خط الأوراق المالية (SML)



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص، 225.

المطلب الثاني : المخاطرة و العوائد

إن العلاقة الرئيسية بين العائد والمخاطرة تتضح من خلال رغبة المستثمر فردا كان أم مؤسسة في الحصول على عائد يتناسب مع مستوى المخاطر من الناجمة عن العملية الإستثمارية ، ومنه فإن أي إستثمار ينتظر منه عائد لا بد أن يتحمل المستثمر مقدار من المخاطرة تتعلق بمقدار العائد المتوقع من الإستثمار .

الفرع الأول : مفهوم المخاطرة وأنواعها

أولا : مفهوم المخاطرة

هي عدم التأكد من الحصول على العائد المتنوع ، أو بمعنى آخر المخاطر هي "عدم تحقق العائد فإن كان العائد المحقق يساوي العائد المتوقع فإن المخاطرة تساوي الصفر ، وإذا كان العائد المحقق لا يساوي العائد المتوقع فإن المخاطرة قائمة هنا ، ومن هنا إرتبط مفهوم الإستثمار بالمخاطرة ويصبح العائد هو ثمن المخاطرة"<sup>(1)</sup> .

تنشأ المخاطرة عن ظاهرة عدم التأكد Uncertainty المحيطة بإحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الإستثمار ، وذلك فإن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر ترتبط بمدى تحققها عادة بالتدفقات النقدية المستقبلية المنتظر الحصول عليها من إستثماره ، ولأن احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطلق

1- طاهر حيدر حردان ، مرجع سابق ، ص، 24 .

سيطرة المستثمر لذا يصبح من المستحيل إفتراض تحقق هذه التدفقات بدرجة مائة بالمائة<sup>(1)</sup>، وتنشأ المخاطر كلما زاد احتمال عدم تحقق هذه التدفقات النقدية .

### ثانيا : أنواع المخاطر

يمكن تقسيم المخاطر إلى نوعين من المخاطر هي : المخاطر النظامية والمحاضر غير النظامية<sup>(2)</sup> .

#### أ-المخاطر النظامية : Systematic or martek Risk

وهي المخاطر السوقية أو النظامية التي يتعرض لها الأصل الإستثمار والتي تسببها عوامل تؤثر في السوق ككل لذا يطلق عليها أيضا مخاطر السوق market Risk ، و من خصائص هذا النوع من المخاطر ما يلي :

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام .
- لا يقتصر تأثيرها على شركة أو قطاع معين .
- ترتبط هذه العوامل بالظروف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية ، كإضراب العام وحالة الكساد أو التضخم أو إرتفاع معدلات أسعار الفائدة ، أو الحروب أو الإغتيالات السياسية ، فأسعار الأوراق ستتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة .
- تكون درجات المخاطرة النظامية أو السوقية مرتفعة في الحالات التالية :
  - ✓ في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية .
  - ✓ في الشركات التي تتصف أعمالها بالمؤسسة كشركات الطيران .
  - ✓ في الشركات التي تكون التكاليف الثابتة تشكل نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية أي تكون نسبة الرفع التشغيلي فيها مرتفعة ( الرفع التشغيلي هو زيادة التكاليف الثابتة مقارنة بالتكاليف المتغيرة بهدف تحسين الربح ) .

1- شقيري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، مرجع سابق ، ص ، 32

2- زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص-ص ، 333-334.

## ب- المخاطر غير النظامية: Non Or Systematic Unique or company Risk

تسمى كذلك بمخاطر الشركة وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين ، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الإقتصادي ككل ، ومن هذه المخاطر التي تحدث في شركة ما <sup>(1)</sup> .

- الأخطاء الإدارية في تلك الشركة .
- ظهور إختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة .
- الحملات الإعلامية المنافسة .
- تعتبر أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة تلك الشركة .
- ظهور قوانين جديدة تؤثر على نشاط الشركة .

### الفرع الثاني : مفهوم العائد وأنواعه

#### أولا : مفهوم العائد

العائد هو المقابل الذي يطمح أو يرغب المستثمر في الحصول عليه في المستقبل مقابل إستثماره لأمواله فالمستثمر يسعى دائما إلى إستثمار أمواله بهدف الحصول على العائد وتنمية ثروته وتعظيم أملاكه .

ويعرف العائد بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحية بالإحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر ، وذلك من خلال إستثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة <sup>(2)</sup> .

ثانيا : أشكال فوائد الإستثمار : تأخذ عوائد الإستثمار في الأصول المالية ثلاثة أشكال أساسية هي <sup>(3)</sup> .

#### أ- توزيعات الأرباح

فإذا كان هذا الأصل يمثل حق ملكية (سهم) فحامل هذا السهم هو شريك في الشركة المصدرة للسهم و هو أحد مالكيها وحقه هو جزء من حقوق المساهمين .

1- نفس المرجع ، ص ، 334 .

2 - قاسم نايف علواني ، مرجع سابق ، ص 48.

3 - شقيري نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، مرجع سابق ، ص، 80.

## ب- الفوائد

فإذا كان الأصل المالي يمثل أموال إقتراض أي أداة دين كالسند فصاحب السند هو مقرض للشركة المصدرة للسند ، وبالتالي يحق له الحصول على فوائد ، المتقف عليها في عقد السند من الشركة المقترضة .

## ج- الأرباح الرأسمالية

وتنتج عادة عن إعادة بيع الأصول الرأسمالية (السهم أو السند) ، فإذا باع حامل السهم أو السند الأصل المالي بيعا يزيد عن سعر الشراء ، يكون المستثمر قد حقق ربحا رأسماليا ، والعكس إذا باعه بسعر أقل من سعر الشراء يكون المستثمر قد تحمل خسائر رأسمالية .

ثالثا : أنواع عوائد الإستثمار : يمكن أن تكون أنواع عوائد الإستثمار كما يلي<sup>(1)</sup>:

### أ- العائد الفعلي : Actual Return

هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة لإملاكه أو بيعه لأداة من أدوات الإستثمار ، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجا منهما ، وتعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لإحتفاظه بالسهم ، ويعتبر هذا النوع من العوائد مهما للمستثمر لأن يوفر له مصدر دخل جاري ، وأيضا لا تخضع العوائد الرأسمالية للضرائب إلا في حالة تحققها ، حيث لا تدفع الضرائب عن الإستثمار نتيجة زيادة أسعار الأصول ، بل تدفع الضريبة فقط عند بيع الأصل .

### ب- العائد المتوقع : Expectel Return

هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا عند إستثمار أمواله في مشروع معين ، ولذلك يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه لا يتم إلا في المستقبل ، ويحسب من خلال جداء كل من العائد المحتمل للمشروع في إحتمال حدوثه ويعبر عنه رياضيا كما يلي:

$$\text{العائد المتوقع} = \text{مجموع العائد المحتمل} \times \text{إحتمال حدوثه}$$

## ج- العائد المطلوب Required Return

وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلائم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو الأداة المستثمر فيها ، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الإستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة لإستثمار ، ويقصد بالمخاطرة هنا مخاطرة نظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة ، ويرضى المستثمر بالإستثمار الذي يكون معدل العائد المتوقع أعلى من معدل العائد المطلوب.

### الفرع الثالث : العلاقة بين المخاطرة و العوائد

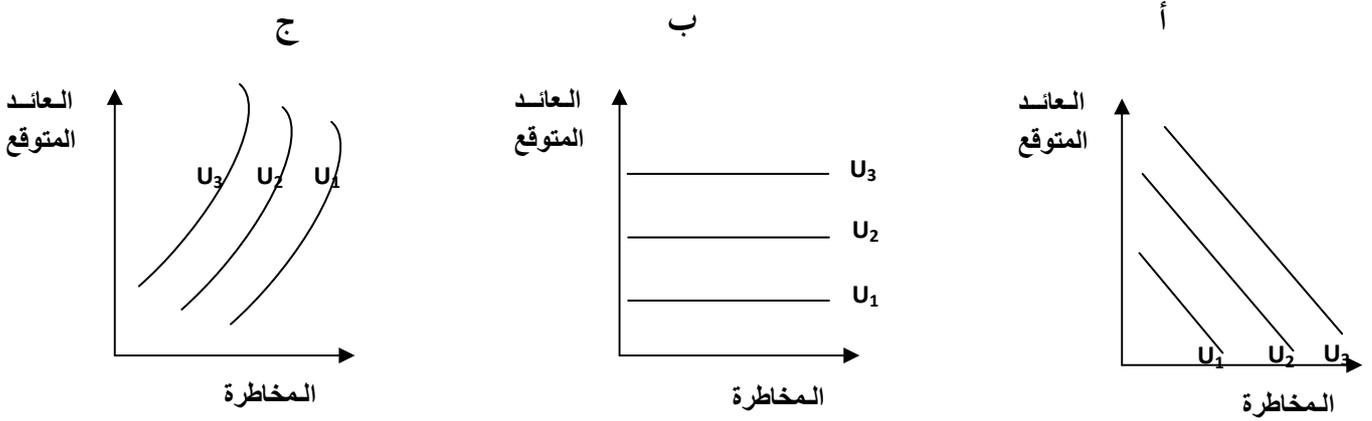
العائد والمخاطرة مفهوما مترابطان مع بعضهما البعض ولا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، وبما أن المخاطرة هي درجة تقلب عوائد الإستثمارات فهي لذلك تعتبر دالة للعوائد فكلما إزداد العائد كلما إرتفعت المخاطرة ، لذلك يعتمد المستثمر على إجراء مبادلة أو مقايضة ما بين العائد المتوقع والمخاطرة وفي هذا المجال يتم تصنيف المستثمرين حسب تقبلهم للمخاطرة إلى ثلاثة فئات كما يلي<sup>(1)</sup> :

- أ- فئة متجنبتي المخاطرة فلا يقدمون على المخاطرة إلا بعد حصولهم على العلاوة أو العائد مقابل لهذه المخاطرة .
- ب- فئة الباحثين عن المخاطرة (المغامرون).
- ت- فئة المحايدين فهم غير الحساسين للمخاطرة ولا يمنعونهم من تحملها حتى تندي العائد.

والشكل الموالي يوضح الأنواع الثلاثة للمستثمرين .

1- طاهر حيدر حردان ، مرجع سابق ، ص ، ص ، 24 - 25

الشكل رقم (12) أنواع المستثمرين حسب درجة تحملهم للمخاطرة



المصدر : طاهر حيدر حردان ، مرجع سابق ، ص، 25.

من الشكل السابق نلاحظ أنه في الجزء - أ - الذي يمثل فئة متحبي المخاطرة : Risk averse investor ، يلاحظ أن الشكل السابق أن المستثمر سوف يقبل بالإستثمار إذا إرتفع العائد المحقق من الإستثمار من  $U_1$  إلى  $U_2$  ثم إلى المستوى  $U_3$  ، وذلك أن المنفعة أو الإشباع الذي يحققه المستثمر من المستوى  $U_1$  أقل من المنفعة أو الإشباع الذي يحققه في  $U_2$  أو  $U_3$  ، كما يلاحظ أن المستثمر ينظر إلى العائد والمخاطرة من الإستثمار فهو متحفظ تجاه المخاطر وحساسيته تجاه المخاطرة مرتفعة و ذلك لأن إغرائه بقبول درجة مرتفعة من المخاطرة مرهون بتوقعات الحصول على عائد أكبر فهو يوازن بين العائد والمخاطرة<sup>(1)</sup>

أما الجزء - ب - يمثل فئة المحايدين للمخاطرة Risk neutral ومنحى السواء للعائد والمخاطرة عبارة عن خط مستقيم موازي للمحور الأفقي ، يعني أن المستثمر مستعد لتحمل المزيد من المخاطرة حتى لو بقي العائد المتوقع ثابتا .

أما الجزء - ج - يمثل فئة الباحثين عن المخاطرة Risk seeker ومنحى السواء للعائد والمخاطرة هو منحني مقعر إتجاه نقطة الأصل ، أي العلاقة بين العائد والمخاطرة عكسية وسياسية هذا المستثمر للمخاطرة ضعيفة جدا فهو يقبل بالإستثمار بعائد أقل حتى ولو كانت المخاطرة أكبر .

1- شقيبي نوري موسى ، صالح طاهر الزرقان ، مرجع سابق ، ص، 36

### المبحث الثالث: نظرة عامة عن مؤشر داو جونز الوضعي و الإسلامي العالميين.

تمثل المؤشرات أداة لقياس أداء و حركة أسواق الأوراق المال العالمية ، و كان أول مؤشر في تاريخ البورصات العالمية هو مؤشر داو جونز، و توالى بعده عدة مؤشرات عالمية أحرز في أسواق الأوراق المالية ، لذلك فإن للمؤشرات اليوم أهمية كبيرة للمستثمرين و المحللين الإقتصاديين و رجال الأعمال و المال ، ومنه سوف نعالج في هذا المبحث كل من مؤشر داو جونز التقليدي من خلال نظرة عامة حول المؤشر، كذلك التطرق إلى مؤشر داو جونز الإسلامي .

#### المطلب الأول: نظرة عامة عن مؤشر دار جونز الوضعي ( التقليدي)

للتطرق المؤشر داو جونز الوضعي سوف نتعرض لتطوره التاريخي و تعريفه ، بالإضافة إلى الشركات الداخلة في تكوين المؤشر ثم كيفية إحتساب المؤشر.

#### الفرع الأول: نبذة تاريخية عن مؤشر داو جونز الوضعي.

يمكن القول بأن مؤشر داو جونز أصبح واحد من رموز الثقافة الأمريكية ، وواحد من أهم مقاييس أداء أسواق المال الأمريكية،<sup>(1)</sup> تم إنشاء مؤشر داو جونز بفضل السيد داو تشارلز ، و الذي كان يصدر أحد أهم صحف المال الأمريكية وهي وول ستريت في 16 فبراير 1885 ، أطلق هذا المؤشر و الذي كان يعرف بمؤشر داو جونز بإسمه و للإشارة كان مؤشر داو جونز الأول أو الأصلي يسمى مؤشر داو جونز المتوسط للسكك الحديدية (Donw jones Railroad Averige) ، كما كانت صناعة السكك الحديدية في القرن التاسع عشر من أهم و أقوى الصناعات في الولايات المتحدة الأمريكية ، وكان مؤشر داو جونز المتوسط للسكك الحديدية هو المقياس الوحيد لأداء السوق الأمريكية ، بل المؤشر الوحيد لقياس لأداء الإقتصاد الأمريكي ككل آنذاك.<sup>(2)</sup>

كما كان مؤشر داو جونز الأصلي يضمن 12 سهم لشركات مختلفة منها 10 أسهم لشركات السكك الحديدية ، و سهمين فقط لشركات صناعية أخرى مثل صناعة الجلود و الحديد و الصلب ، و صناعة السكر، ثم تم تعديله بعد ذلك ليضم 20 سهما ، وفي عام 1896، 26 ماي ثم الإعلان عن إنشاء مؤشر داو جونز

<sup>1</sup> - Dow jones Industrial average, **Dow jones indexes**, A CME group company, sit web, www.djindex.com ( 10.08.2015) , P,1.

<sup>2</sup> - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص، 192.

الصناعي المتوسط Dow Jones Industrial<sup>(1)</sup> و لقد ضل مؤشر داو جونز الصناعي بنشر في مجلة وول ستريت لمدة 25 عاما ليخرج بعدها من المجلة و يصبح مؤشرا عالميا لقياس أداء السوق الأمريكية بشكل مستقل عن الجريدة.

إلا أن إستعمال المؤشر في عام 1896 كان أقرب للمضاربة منه للإستثمار ، وخاصة بالنسبة لأسهم شركات الصناعية و إستمر الوضع كذلك إلى غاية 1920 ، إذا كان المؤشر يحضي بتأييد شعبي في الو.م.أ ووصلت قيمة المؤشر إلى 400 نقطة عام 1924، إلا أن أزمة الكساد العالمي سنة 1929 أدت إلى خسارة 30 % من قيمة المؤشر في يومين، وتحمل المستثمرين بشكل فردي الذين يركزون على الأسهم الفردية خسائر فاقت بكثير ما تحمله مؤشر داو جونز الصناعي، مما أدى إلى تركيز هذه الفئة من المستثمرين على مؤشر داو جونز، وهذه من مفارقات أزمة 1929 بالنسبة للمؤشر ، و إحتفظ المؤشر بقيمة 400 نقطة إلى نهاية عام 1950 ، نتيجة إستمرار الحرب العالمية وعدم الإستقرار الإقتصادي و السياسي في العالم.

كما تعتبر سنوات 1950 و 1980 وكذلك 1990 من أفضل السنوات التي حققت فيها المؤشر أرباحا كبيرة جدا ، إذ أنه أغلق في نهاية سنة 1950 عند حدود 679.20 نقطة أي بنسبة 240% من قيمته الأساسية، و سنة 1980 حقق نسبة 228.25% عند إغلاقه بمستوى 2753.20 في نهاية 1989 ( أي خلال عشرة سنوات 1980-1989)، حققت نسبة 317.59% في المدة بين (1990-1999) أي عند 11497.12 متجاوزا بذلك عتبة 10.000 نقطة ، رغم أن هذه الفترة عرفت حرب الخليج في 1990 وكذلك التذبذب الكبير في سوق النفط العالمي ، إستمرت مكاسب مؤشر داوجونز في أسواق المال العالمية والأمريكية إنطلاقا من نهاية القرن العشرين و بداية القرن الواحد و العشرين إلا أن بدأت الأخبار عن تراجع أسواق الإئتمان الأمريكية وضعف الثقة في السندات و من ثم الأسهم و بالتالي مؤسسات وول ستريت بعد أن تخطى عتبة 12000 نقطة عام 2006 في 19 أكتوبر وفي الذكرى 19 للثنين الأسود ( أزمة الاثنين 1987)، تكررت الأزمة من جديد عام 2008 ليبدأ في تسجيل الخسائر إثر إعلان إفلاس شركة براذر ليمان، شركة ميريل لينشوهما من أكبر المؤسسات، ليعود في سنوات 2009 و2010 إلى مستوى 11577.51 نقطة ، كل هذا الأداء المتراوح بين المتوسط و القوي جدا جعل من مؤشر داو جونز العالمي الأقوى و الأحسن لقياس أداء أسواق المال العالمية و الأمريكية.<sup>(2)</sup>

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، مرجع سابق، ص، 256.

<sup>2</sup> - Dow Jones Industrial Average, oP, Cit,P,4.

### الفرع الثاني: الشركات المكونة للمؤشر بين 1896 و إلى غاية اليوم

إن التطور التاريخي السابق الذكر لمؤشر داوجونز، كان سببا في إتساع المؤشر ليجمع أو يشل 30 شركة من انحاء العالم المدرجة في البورصات الأمريكية و غيرها وهو الذي جعل المؤشر اليوم يمثل حوالي 25% إلى 30 % من القيمة السوقية الإجمالية لجميع الأسهم الأمريكية بالإضافة إلى كون هذه الشركات المنطوية تحت مؤشر داوجونز في الشركات الرائدة في الصناعة الأمريكية و تقود البورصات الأمريكية ، و تغيير المؤشر يكون نادرا إلا إذا تم الإعلان عن إفلاس إحدى هذه الشركات أو تحول نشاطها الرئيسي أو إكتسابها أو إندماجها مع شركات أخرى، كذلك فالمؤشر إنطلق سنة 1896 بحوالي 12 شركة ليصل اليوم إلى حوالي 30 شركة وهي كمايلي:<sup>(1)</sup>

#### الجدول رقم ( 07 ) يوضح شركات المكونة لمؤشر داو جونز منذ 1896.

الشركات داخل المؤشر عام 1896	الشركات داخل المؤشر اليوم.
1- الأمريكية للسكر	1- 3M.CO
2- الأمريكية للتبغ	2- شركة ألكوا
3- شيكاغو غاز	3- أمريكيان إكسبراس
4- التقطير و تغذية الماشية	4- T&AT (شركة إتصالات)
5- جنرال إلكترونيك	5- بنك أوف أمريكا كورب
6- لاكلاذ غاز	6- شركة بوينغ
7- الوطنية للرصاص	7- شركة كاتربيلر
8- المنافع الأمريكا الشمالية	8- شيفرون كورب
9- تينيسي للفحم و الحديد	9- سيسكو سيستمز
10- الو.م. للحلود المفضلة	10- كوكاكولا
11- الو.م. للمطاط	11- ديونت دي تيمور و شركاؤه
12- أمريكا للقطن و الغاز	12- إكسل موبييل
	13- جنرال إلكترونيك
	14- هيئة ليت باكر
	15- هوم ديبوت
	16- شركة إنتل
	17- اي.بي.أم
	18- جونسون أند جونسون
	19- ماكدونالدز
	20- شركة ميرك
	21- مايكرو سوفت
	22- جي بي مورقان تشيس
	23- فايزر كونبني
	24- بروكتر أند كومبني
	25- المسافرين كومبني
	26- يوناتيد جروب للصحة.
	27- يناتير تكنولوجي جروب
	28- فيزون للإتصالات
	29- وول مارت ستوري
	30- وول ديزني

Source :Dow jones industrial everage, oP, Cit,P,4.

<sup>1</sup> - Idm ,P,3

### الفرع الثالث : المؤشرات الفرعية لمؤشر داو جونز العالمي والقطاعات الاقتصادية التي يمثلها

أولاً : المؤشرات الفرعية والدول التي تتعامل أسواقها المالية بمؤشر داو جونز

بعد نطلاق مؤشر داو جونز العالمي والذي كأن في الأساس مؤشر داو جونز للسكك الحديدية في بداية تأسيسه وذلك سنة 1896 ، إلا أن إتساع الإقتصاد العالمي و إنفتاح الإقتصاد وترايطه على المستوى الدولي بسبب العولة وتكنولوجيات الإعلام و الإتصال حتم على مؤسسة داو جونز أن تنشأ مؤشرات أخرى فرعية أو يمكن القول متخصصة لكنها كلها تكمل أو تعطي دلالات إحصائية و إقتصادية تستعمل ضمن المؤشر العالمي لداو جونز (dow jones world index)، وهذه الفروع لمؤشر داو جونز تمثل مجموعة من القطاعات الاقتصادية ، و الخدمية ، و المواصلات ، وبعض المؤشرات المركبة منها ما يلي:<sup>(1)</sup>

- داو جونز المتوسط الصناعي: dow jones industrial average

- داو جونز المتوسط للنقل: dow jones transportation average

- داو جونز المتوسط للمرافق: dow jones utility average

- داو جونز المتوسط الصناعي المركز على مؤشر الربحية:

dow jones industrial average dividend focused indices

ويضم هذا الأخير كل من:

### \* داو جونز أعلى دخل ل 10 مؤشرات dow jones high yield select 10 index

تم إنشاء هذا المؤشر سنة 2007 ، وهو يقيس أداء أقوى عشرة شركات في مؤشر داو جونز المتوسط للصناعة، وتم إختيار الشركات العشرة على أساس التوزيعات النقدية السنوية في نهاية ديسمبر من كل سنة لهذه الشركات.

\* مؤشر داو جونز 10، والذي أنشئ عام 2001 و يقيس أداء عشرة شركات من بين مؤشر داو جونز المتوسط للصناعة ، وكذلك يتم الإختيار على أساس التوزيعات النقدية (الربحية) في نهاية كل سنة.

<sup>1</sup> -S&P dow jones indeces, dow jones everage methodology, MGRW hill finance, september, 2014, p, 3.

\*مؤشر داو جونز 5 ، أنشأ في ديسمبر 2001 ويقيس أداء خمسة شركات من مؤشر داو جونز 10، ويتم اختيار هذه الشركات على أساس أضعف سعر لأسهم هذه الشركات في الجلسة الأخيرة لتداول من نهاية كل سنة.

كما توجد عدة مؤشرات فرعية على أساس المناطق الجغرافية مثل مؤشر أوروبا، ومؤشر آسيا الباسفيك، كذلك مؤشر أمريكا لاتينية ومؤشر الشرق الأوسط، وأفريقيا، بإعتبار بعض الدول الإفريقية بورصاتها تتعامل بالمؤشر مثل، تونس، مصر، المغرب، جنوب إفريقيا، كينيا، نيجيريا.

أما مجموع دول العالم أو أسواق الأوراق المالية التي تتعامل بمؤشر داو جونز فهي حوالي 77 دولة من كل أنحاء العالم، وإحتساب هذه الدول أو الأسواق كان في شهر مارس من عام 2012<sup>(1)</sup> وهذه البلدان موضحة في الجدول التالي :

---

<sup>1</sup> -Guide to the dow jones, **Total stock indexes**, ACME group compang, p, 4.

جدول رقم(08) البلدان التي تتداول بمؤشر داو جونز الوضعي

استراليا	فرنسا	إيطاليا	البرتغال	تايوان	جمهورية التشيك	مكسيك	جنوب إفريقيا	كرواتيا	كينيا
النمسا	ألمانيا	اليابان	سنغافورة	المملكة المتحدة البريطانية	مصر	المغرب	تايلاند	بلغاريا	الكويت
بلجيكا	اليونان	لكسونبورغ	كوريا الجنوبية	و.م.أ	هانغري	البيرو	تركيا	قبرص	لاتفيا
كندا	هونج كونج	هولندا	إسبانيا	البرازيل	الهند	فلين	أرجنتين	استونيا	لبنان
دتمارك	ازلندا	نيوزيلندا	السويد	التشيلي	اندونيسيا	بولندا	بحرين	الأردن	لتوانيا
فيلندا	إسرائيل	النرويج	سويسرا	الصين	ماليزيا	روسيا	بنغلاداش	كازاخستان	مقدونيا
مالطا	باكستان	سلوفاكيا	الإمارات العربية المتحدة	ايرلندا	موريشوس	سيريلانكا	سلوفينيا	أوكرانيا	نيجيريا
رومانيا	قطر	فيتنام	عُمان	صربيا	تونس	كولومبيا			

Source : guide to the dow jones total stock indexes, oP, cit, py

ثانيا: القطاعات الاقتصادية التي يغطيها مؤشر داو جونز العالمي الوضعي

يغطي مؤشر داو جونز العالمي dow jones global indexes مجموعة كبيرة من الصناعات والقطاعات الاقتصادية، وذلك من خلال 5500 ورقة مالية منتشرة على عدد من الصناعات والقطاعات وكذلك على مجموعة من دول العالم، ويتكون التصنيف القطاعي لمؤشرات داو جونز العالمية من أربعة مستويات هي القطاعات الاقتصادية، قطاعات السوق، وقطاعات الخدمات، وقطاعات التكنولوجيا.

حيث تضم القطاعات الاقتصادية المجالات التالية: النفط والغاز وتمثل في إنتاج النفط والغاز بالدرجة الأولى ثم توزيع النفط والغاز بالإضافة إلى إنتاج التجهيزات والمعدات المستعملة في مجال النفط والغاز، وكذلك نشاط

صناعة المواد الأساسية والتي تضم الكيماويات والمواد الأساسية والمتضمن أساسا نشاط المعادن الصناعية والتعدين والسلع الكيماوية والكيماويات المتخصصة ونشاط الغابات والألمنيوم والحديد والفضة والذهب و البلاتينيوم، كما يشمل القطاع الإقتصادي كل الأنشطة الصناعية الأخرى والمتمثل خاصة في صناعة السلع ومواد البناء، وكذلك نشاط الفضاء والدفاع والإلكترونيات والمعدات الكهربائية، والهندسة الصناعية وصناعة وسائل النقل.

أما القطاع الثاني فهو قطاع السوق التي يتكون من صناعة السلع الإستهلاكية مثل السيارات وقطع الغيار و الأغذية والمشروبات، الأدوات المنزلية بكل أنواعها، الرعاية الصحية ونشاط التجزئة للخدمات الإستهلاكية.

أما القطاع الثالث فهو قطاع الخدمات وفيها كل من الإتصالات والسياحة والأسفار، كذلك خدمة المرافق، والخدمات المالية المتكونة أساسا من خدمات البنوك والتأمين والعقارات وباقي الخدمات المالية الأخرى.

أما القطاع الرابع فقد ضم كل من التكنولوجيا المستعملة في كل النشاطات بما فيها الإستثمار في الأسهم والأدوات المالية الأخرى، وكذلك البرمجيات وخدمات الكمبيوتر، بالإضافة إلى قطع غيار الأدوات التكنولوجية<sup>(1)</sup>.

#### الفرع الرابع : طريقة حساب مؤشر داو جونز العالمي

يتم إحتساب المؤشر بإستخدام مؤشر لاسبارس هذا المؤشر (لاسبارس) يستخدم كذلك لحساب العائد على المؤشر داو جونز وكذلك لإحتساب سعر المؤشر (أي قيمته)، لكن الإختلاف بين حساب العائد وقيمة المؤشر

هو وجود عنصر المقسم ( $D_t$ )، وبالتالي تكون معادلة إحتساب المؤشر كما يلي<sup>(2)</sup>

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (p_{it} + q_{it})}{c_t \times \sum_{i=1}^n (p_{i0} + q_{i0})} \times Base\ index\ value \quad (\text{القيمة الأساسية للمؤشر})$$

والصيغة السابقة يمكن تبسيطها كما يلي:

$$Index_t = \frac{m_t}{b_t} \times Base\ index\ value$$

<sup>1</sup> -Guide to the dou jones, **global Total stock market indexes**, op, cit, p, 9.

<sup>2</sup> - Idm ,p, 12.

حيث أن

$$D_t = \frac{Bt}{\text{Base index value}} \quad -D_t \text{ المقسوم في اللحظة } t$$

$-n$  عدد الأسهم في المؤشر

$-P_{i0}$  سعر الإغلاق في السوق (i) عند القيمة الأساسية

$-Q_{i0}$  عدد أسهم الشركة i عند القيمة الأساسية

$-P_{it}$  سعر السوق في اللحظة t

$-Q_{it}$  عدد الأسهم في الشركة في اللحظة t

$-C_t$  المعامل المعدل للقيمة الأساسية لرسم السوق

$-t$  هي اللحظة التي يحسب فيها المؤشر

$-m_t$  رسم السوق من المؤشر في اللحظة t

$-B_t$  تعديل القيمة الأساسية للمؤشر في اللحظة t

**المطلب الثاني : نظرة عامة حول مؤشر داو جونز الإسلامي العالمي**

قبل التطرق لمؤشر داو جونز الإسلامي العالمي لا بأس أن نعرض أولاً على أسباب وظروف نشأة مؤشرات إسلامية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية .

**الفرع الأول : أسباب ظهور مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية**

لم تنشأ المؤشرات الإسلامية لأسواق الأوراق المالية بالصدفة أو كتجربة عابرة، وإنما كانت نتيجة لظروف ومتطلبات وإحتياجات المجتمعات الإسلامية التي أرادت استثمار أموالها بالطرق الشرعية، من أجل تحقيق مقصد

عمارة الأرض والإستخلاف، وذلك من خلال تحقيق النفع العام والخاص للمستثمر المسلم، كما بينا ذلك سابقا ومن العوامل المساعدة على ظهور مؤشرات إسلامية ما يلي<sup>(1)</sup>:

- ظهور ما يسمى بالمسؤولية الاجتماعية للإستثمار Socially Responsible Investing، حيث وجدت الكثير من صناديق الإستثمار التي رفضت الإستثمار في فئات كثيرة من الأسهم مثل أسهم شركات التبغ والطاقة النووية والشركات الملوثة للبيئة، و في ظل هذه المعتقدات السائدة في بعض الدول غير إسلامية، وبالتزامن مع ذلك عدم رغبة كثير من مسلمي العالم الإستثمار في النشاطات المحرمة السابقة الذكر أو غيرها كالتعامل بالربا والقمار والمضاربة، ظهرت بذلك صناديق إستثمار و مؤشرات إسلامية توافق معتقدات المسلمين أولا وكذلك معتقدات الكثير من المسيحيين أصحاب العقائد المعتدلة، كل ذلك شجع على ضرورة وجود مؤشرات إسلامية لأسواق الأوراق المالية الإسلامية وكذلك صناديق الإستثمار الإسلامي.
- إهتمام المستثمرين المسلمين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلا من الإعتماد على إستراتيجية إدارة المحافظ النشطة لأموالهم، فمثلا تزايد أصول صناديق المعاشات المرتبطة بمؤشرات الأسهم في الو.م.أ من 682 مليار دولار إلى 810 مليار دولار بين عامي 1998-1999.
- عدد سكان العالم المسلمين الذي يتعدي مليار مسلم، تزايد معه الطلب على الخدمات المالية الإسلامية، كما ساهمت بعض المواقع الإلكترونية الإسلامية في إظهار حجم الطلب على الخدمات المالية الإسلامية، هذا ما قاد إلى إنتشار موجة التمويل الإسلامي، بل سعت بعض مؤسسات المال العالمية إلى تطوير المنتجات المالية الإسلامية، من خلال الهندسة المالية الإسلامية، حيث قدر الخبراء قيمة الخدمات المالية الإسلامية بحوالي مليار دولار عام 2000، وهي كانت تزايد بمعدل 15% سنويا.
- الجشع والظلم السائد في أسواق الأوراق المالية العالمية، وكذلك الغموض والقمار في كثير من المعاملات على غرار التعامل بالمشتقات المالية، وكذلك تزايد عشرات الإقتصاد الرأسمالي في عدة عقود ابتداء من أزمة 1929، هذه الأزمات بينت ضعف وهشاشة النظام الرأسمالي، وعدم عدالته، مما شجع أكثر المسلمين والغير مسلمين على الإقبال على التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> -حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، مداخلة في ملتقى الدولي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص، 1376.

➤ ظهور وانتشار البنوك الإسلامية وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي، مثل شركات التأمين الإسلامي (تكافل)، صناديق الإستثمار وبيوت السمسرة والاستثمارات المالية الإسلامية.<sup>(1)</sup>

➤ تزايد وانتشار الدراسات والمؤتمرات عن التمويل الإسلامي في كل دول العالم الإسلامية والغير الإسلامية ساهم في دعم وفهم هذا النوع من التمويل الإسلامي، على غرار ما تقوم به الكثير من الجامعات في الدول الإسلامية وبعض البنوك الإسلامية، وكذا النشاط الكبير لمجمع الفقه الإسلامي العالمي الذي يحاول دائما أن يدرس مدى شرعية الكثير من المعاملات المالية الإسلامية وكذلك الكثير من الأوراق المالية الإسلامية من أجل إستغلال كل الفرص التي تساعد على نجاح المالية الإسلامية والاقتصاد الإسلامي.

### الفرع الثاني: نبذة عن مؤشر داو جونز الإسلامي العالمي

#### أولاً: الإعلان عن المؤشر

تم الإعلان عن إنطلاق أو أنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأوراق المالية الإسلامية سنة 1999م<sup>(2)</sup>، ويعتبر أول مؤشر إسلامي لسوق الأوراق المالية الإسلامية متوافق على أحكام الشريعة الإسلامية، ويعرض مجموعة كبيرة تقارب 70 مؤشر أو أداة لقياس أداة أوراق المالية كالأسهم وبعض الأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت، كما يشرف على هذا المؤشر مجلس يسمى مجلس الاستشارات الشرعية، كما تم تعديل المؤشر وتحسينه من خلال القرار رقم 21 الصادر عن منظمة المحاسبة والتدقيق للمؤسسات المالية الإسلامية<sup>(3)</sup> (AAOIFI)<sup>4</sup>. وكان هذا الإعلان عن المؤشر في المنامة دولة البحرين

<sup>1</sup> -Tarik Al-Rifai, an everview of islamic finance and the growth of islamic funds, Islamic Equity funds workshop, 2003, p, 5

<sup>2</sup> -Ruchdi siddiqui, islamic Development Bank : oic end islamic mutual funds, dow jones indexes, www,djislamic markets.com (2015-8-10)

<sup>3</sup> -dow jones islamic market indexes, world measures whith a new pespectiv. (www.djislamic markets.com), 12/08/2015

<sup>4</sup> - The Auditing and Accounting organization of islamic financial institutions,(AAOIFI)

ثانياً: الإشراف على المؤشر و أسس اختيار الشركات المكونة له

#### أ- الإشراف على المؤشر

كما سبق وأن أشرنا يساعد في الإشراف على المؤشر مجلس الاستشارات الشرعية ، وهو مجلس من العلماء المسلمين، يقدم خدمات تتمثل في تفسير للقضايا التجارية وتقديم التوصيات لتعديل المؤشر أو لتعديل الشركات الراغبة في الإنضمام للمؤشر، عموماً هذا المجلس ينظر في كل القضايا الشرعية للمؤسسات المكونة للمؤشر ومدى توافقها مع الشرعية الإسلامية ومبادئ الإستثمار الإسلامي، ويضم مجلس الاستشارات الشرعية كل من<sup>(1)</sup>:

الشيخ نظام يعقوبي(البحرين)، وهو عضو في عدد من المجالس الشرعية للإشراف على بعض المؤسسات الإسلامية مثل، البنك العربي الإسلامي، وكذلك بنك أبو ظبي الإسلامي.

الشيخ محمد داود بكر(ماليزيا)، وهو حالياً عضو في عدد من المجالس الشرعية للإشراف على مؤسسات مالية إسلامية في ماليزيا وحول العالم مثل البنك المركزي الماليزي، وعضو في هيئة الأوراق المالية في سوق ماليزيا وكذلك عضو في هيئة السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين، عضو في منظمة المحاسبة والتدقيق للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين وماليزيا.

الشيخ الدكتور محمد القري(المملكة العربية السعودية)، بروفيسور و أستاذ مشارك في الاقتصاد الإسلامي، ومدير مركز الأبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز في السعودية، كذلك عضو في بعض هيئات الرقابة الشرعية حول العالم، وله عدة مؤلفات في البنوك الإسلامية.

الشيخ عبد الستار أبو غدة(سوريا)، من أقدم أعضاء هيئة الرقابة والإشراف في مؤسسة البركة للإستثمار في السعودي العربية، حصل على الدكتوراه في القانون الإسلامي، له عدة مؤلفات في المعاملات المالية الإسلامية.

الشيخ يوسف طلال ديلرونزو(الولايات المتحدة الأمريكية)، من الأوائل الذين دَرَسُوا الإقتصاد الإسلامي في الو. م. أ، وقام بترجمة حوالي عشرون كتاباً من اللغة العربية والفارسية واللغة الأردنية لتفسر باللغة الإنجليزية، وإشتغل في منصب الأمين العام لمجلس شمال أمريكا، وكذلك مستشار في مجلس الرقابة الشرعية لعدة مؤسسات مالية إسلامية.

<sup>1</sup> -S&P dow jones indices, **dow jones islamic market indices methodology**,mcgraw hill finance, january, 2015, p, 4.

كما تجدر الإشارة هنا أن الدكتور رشدي صديقي هو المدير العام لمؤشر داو جونز الإسلامي العالمي وهو يعمل في شركة داو جونز المتواجدة بالولايات المتحدة الأمريكية.

#### ب- أسس إختيار الشركات المكونة للمؤشر (أسهم الشركات)

يتكون المؤشر الإسلامي، داو جونز العالمي الإسلامي من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، ولم تكن هذه الشركات التي كونت المؤشر من الدول الإسلامية فقط، ولكن من حوالي 70 دولة من العالم ككل، وتم إختيار هذه الشركات من أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في المؤشرات داو جونز العالمية التقليدية<sup>(1)</sup>

ولقد جاء هذا المؤشر إنعكاساً لإهتمامات المستثمرين المسلمين وتقيدهم بمبادئ الشريعة ومقاصدها، لذلك فقد تم إستبعاد الشركات التي أنشطتها متعارضة مع مقاصد الإستثمار في الإسلام ومن بين الأنشطة الممنوعة عن تمثيلها بواسطة مؤشر داو جونز الإسلامي العالمي هي الشركات التي تنشط في صناعات التبغ والكحول، والمنتجات التي يدخل في إنتاجها مواد خنزيرية (لحم الخنزير) وكذلك النشاط المالية التقليدية مثل البنوك الربوية وشركات التأمين التقليدية بالإضافة إلى صناعة الأسلحة ومجالات الدفاع، كما تم الإقصاء من المؤشر الإسلامي مجالات الخدمات الترفيهية مثل الفنادق والكازينو وصلات القمار وسينما والموسيقى، والخدمات الجنسية.<sup>(2)</sup> كما تقصى الشركات الأخرى التي تنشط في فروع المجالات المذكورة سابقاً مثل شركات الإشهار غير شرعية في وسائل الإعلام، وكذلك الشركات المالية التي تتعامل بالقروض و الإدخارات، وشركات إنتاج الخمر، وكذلك شركات الوساطة المالية التي تتعامل بالمشتقات المالية الوضعية (قد بينا الحكم الشرعي لكل واحد منها في الفصل الرابع).

إن إقصاء الشركات أو إختيارها يكون في المرحلة الأولى على أساس مجال النشاط الإقتصادي الذي تنشط فيه الشركة، ومدى توافقها مع مبادئ الشريعة والمجلس التشريعي أو مجلس الاستشارات الشرعية هو الذي يحدد هذه الشركات، ثم يقوم نفس المجلس بتطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات على الشركات المقبولة في الخطوة الأولى، وهذه النسب الثلاث المستخدمة من طرف المجلس التشريعي الإستشاري والتي على الشركة المقبولة أن لا تتعدى حدها القصوى هي:

<sup>1</sup> -حنان فريد النجار، مرجع سابق، ص، 1380

<sup>2</sup> -Guide To the Dow jones islamic market index, **dow jones indexes**, june, 2003, p, 4.

\*- نسبة الديون القصيرة وطويلة الأجل إلى المتوسط المتحرك (12 شهر) للقيمة الرأسمالية الجارية يجب أن يكون أقل من 33%.

\*- نسبة النقدية والأوراق المالية ذات الفائدة إلى المتوسط المتحرك (12 شهرا) للقيمة الرأسمالية الجارية للشركة أقل من 33%.

\*- نسبة أوراق القبض (حسابات البيع الأجل) إلى الأصول الكلية أقل من 45%.

أما فيما يخص التقسيم القطاع الإقتصادي والتي يمثلها المؤشر الإسلامي فهي نفسها التقسيمات القطاعية الموجودة في مؤشر داو جونز التقليدي، مع الاختلاف في بعض النشاطات المحرمة أو الغير الجائزة شرعا، وهذه القطاعات أو النشاطات لا يمكن أن تحضى بالقبول لتمثيلها في مؤشر داو جونز الإسلامي، لأن المجلس الإستشاري التشريعي سوف لن يقبل بما للتمثيل في المؤشر كأول خطوة في تكوين المؤشر الإسلامي كما رأينا سابقا

### الفرع الثالث: البلدان التي يتداول فيها مؤشر داو جونز الإسلامي

إن الغرض من إنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي العالمي هو توفير مستوى أو أداة محددة لقياس أداء سوق الأسهم (الأوراق المالية) للمستثمرين المسلمين على مستوى العالم، وكان ذلك بفضل منهجية تكوين المؤشر الإسلامي والتي يعتبر المجلس الإستشاري الشرعي (مجلس من العلماء المسلمين) فيها حجر الأساس لتجنب الوقوع في النشاطات غير مقبولة من الناحية العقادية بالنسبة للمستثمرين، والتي كانت (هذه النشاطات غير الشرعية) سببا من أسباب التوجه المسلمين والغير المسلمين في العالم للطلب على الإستثمار المتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية و من هذه الأقطار أو الدول التي تتداول بمؤشر داو جونز الإسلامي ما يلي:<sup>(1)</sup>

<sup>1</sup> -S&P dow jones, dow jones islamic market indices methology, op, cit, p, 5.

الجدول رقم (09) البلدان التي تتداول بمؤشر داو جونز الإسلامي

الأرجنتين	كندا	مصر	المجر	الأردن	موريشيوس	عمان	رومانيا
استراليا	شيلي	إستونيا	إسلندا	كويت	مكسيك	باكستان	روسيا
النمسا	جمهورية التشيك	فلندا	كوريا الجنوبية	الصين	المغرب	جنوب إفريقيا	السعودية العربية
البحرين	كولومبيا	فرنسا	اندونيسيا	لتوانيا	سويسرا	فلبين	صربيا
بلجيكا	كرواتيا	ألمانيا	ايرلندا	لكسمبورغ	نيوزيلندا	بولندا	سنغافورة
البرازيل	الصين	اليونان	إيطاليا	ماليزيا	نيجيريا	برتغال	سلوفينيا
بلغاريا	الدنمارك	هونج كونج	اليابان	مالطا	نرويج	قطر	بيرو
الهند	لبنان	إسبانيا	سيرلانكا	السويد	تايوان	تايلاندا	تونس
تركيا	أوكرانيا	بريطانيا	الو.م.أ.	هولندا	الفيتنام	الإمارات ع المتحدة	

Source :S&P dow jones indexes, (melhodology), op, cit, p, 5.

الفرع الرابع: المؤشرات الفرعية للمؤشر العالمي داو جونز الإسلامي

كما هو الحال بالنسبة لمؤشر داو جونز الوضعي الذي يضم مجموعة هائلة من المؤشرات الفرعية التي تمثل مجموعة من دول العالم أو مجموعة من القطاعات، كذلك الأمر بالنسبة لمؤشر داو جونز الإسلامي العالمي يضم مجموعة من المؤشرات الفرعية وهي كما يلي<sup>(1)</sup>:

✓ مؤشر السوق المالية الإسلامية (chime) داو جونز، يفسر هذا المؤشر أداء 100 سهم من الشركات الرائدة في كل من الصين والهند والشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA).

✓ مؤشر داو جونز الإسلامي الصين وهونج كونج العملاق 30، ويمثل هذا المؤشر 30 شركة في الصين وهونج كونج على شرط أن يكون تداول أسهم هذه الشركات في سوق الأوراق المالية لهونج كونج فقط.

✓ مؤشر داو جونز العملاق 100 للسوق المالية الإسلامية الدولية يقيس هذا المؤشر أداء 100 سهم من أسهم الشركات المتداولة عالمياً، وكذلك في السوق الو.م.أ.

✓ مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية العملاق 25 بماليزيا، ويقيس المؤشر أداء 25 سهم من أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بماليزيا.

<sup>1</sup> -Idm, p, 6.

✓ مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية العملاق 100، يرصد المؤشر 100 سهم من الأسهم

المتداولة عالميا ويضم هذا المؤشر ثلاثة مؤشرات فرعية وهي:

- مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية 50 للو.م.أ.
- مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية 25 لأوربا
- مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية 25 آسيا والمحيط الهادي

✓ مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية وكذلك للمالية العالمية والتكافل، يقيس هذا المؤشر أداء

الأسهم للشركات التي تقدم الخدمات المالية التي وافق المجلس الشريعة الإستشاري على تمثيلها في المؤشر، وكذلك شركات التأمين التي تتعامل بالطرق الشرعية للتأمين و المعروف بالتأمين التكافلي

✓ مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية للأرباح، ويقيس هذا المؤشر أداء الأسهم الرائدة والموزعة

للأرباح في الأسواق المالية للبلدان المتقدمة حول العالم، والتي يجب أن تكون حصلت على موافقة مجلس الشريعة الإستشاري لتمثيلها بمؤشر داو جونز الإسلامي.

ومن بين أهم مؤشرات داو جونز الفرعية في الدول الإسلامية نجد مؤشر الإسلامي لسوق الأسهم التركي (Djimt)، والذي تم الإعلان عنه بتاريخ 28 سبتمبر 2004، حيث أعلنت تركيا عن طرح هذا المؤشر أثناء فعاليات المنتدى الدولي للمالية الإسلامية في إسطنبول إذ تم إنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الإسلامية بتركيا ليشمل الاستثمار بالأسهم المتوافقة مع التوجيهات ومعايير الإستثمار الإسلامي، كما أن المؤشر التركي يتبع أو يستند لإنشاءه على المنهجية العامة لإنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي والمتمثلة أساسا إستبعاد الشركات التي تمارس أنشطة غير شرعية أولا ثم الإعتماد على نسب المديونية المذكورة سابقا في اختيار أسهم الشركات الممثلة بمؤشر داو جونز التركي، كما أنه اشتمل على كل الأسهم في مؤشر داو جونز للدول الأوربية الناشئة التي تتداول في سوق المالي بإسطنبول، وعملة تقييم المؤشر هي الليرة التركية ولقد بلغت قيمة المؤشر في نهاية 2004 حوالي 6341479 مليار ليرة تركية أي حوالي 4,2 مليار دولار أمريكي<sup>(1)</sup> بالاعتماد على سعر الصرف أن ذلك.

<sup>1</sup> -dow jones indexes to launch islamic merket index for turkey, sit web :  
www.djindexes.com, (01/08/2015).

## المبحث الرابع: تقدير العائد والمخاطر لمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي

بعد تطرقنا فيما سبق لمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي العاليمين والتفصيل في كل منهما، وبعد تطرقنا كذلك لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) الذي يحدد العلاقة بين المخاطرة و العائد المتوقع و كذلك إرتباط العائد المتوقع بالاستثمار الخالي من المخاطرة (FR) سوف نتطرق في هذا المبحث لعلمية قياس العائد والمخاطرة لكل من مؤشر داو جونز الوضعي وداو جونز الإسلامي وقياس كذلك مدى إرتباط العائد على كل مؤشر بالعائد على مؤشر السوق العالمية MSWI ، و ذلك من خلال معالجة النقاط التالية ، مصادر الحصول على المعلومات ووسائل معالجتها ، المتغيرات المستخدمة في الدراسة ، الخصائص الإحصائية الوصفية ومصنوفة الإرتباط ، تحليل حركة أسعار مؤشر داو جونز الوضعي و الإسلامي و مقارنتها بحركة أسعار المؤشر العالمي مرقان ستانلي ، و في الأخير تحديد النموذج الخاص بكل مؤشر.

### المطلب الأول: مصادر الحصول على المعلومات ووسائل معالجتها

تتمثل المعلومات المستخدمة في الدراسة في كل من مؤشر داو جونز الوضعي ومؤشر داو جونز الإسلامي كذلك الاستثمار الخالي من المخاطرة وتمثل في أسعار الفائدة الشهرية على أذونات الخزينة الأمريكية (الاستثمار قصير الأجل المضمون)، بالإضافة إلى مؤشر مرقان ستانلي العالمي بإعتباره مؤشر عالمي يقيس أداء الأسواق العالمية، حيث يمكن إعتباره محفظة عالمية (MSWI)

أما فترة الدراسة فقد تمتد من سنة ، 2007 إلى سنة 2012 ، بمعدل مشاهد يومية بالنسبة لكل البيانات المستخدمة في النموذج ، ما عدى أذونات الخزينة والتي كانت المشاهدات شهرية خلال طول مدة الدراسة.

ومنه فإن عدد المشاهدات بالنسبة لمؤشر داوجونز الوضعي DJIA كانت حوالي 1880 مشاهدة ، أما مؤشر داوجونز الإسلامي DJIM كانت حوالي 1911مشاهدة ، و فيما يخص مؤشر مرقان ستانلي MSWI كانت المشاهدات حوالي 1928 مشاهدة أما بالنسبة للاستثمار الخالي من المخاطرة والمتمثل في أذونات الخزينة الأمريكية والتي رمزنا لها ب FR كانت المشاهدة حوالي 1928 مشاهدة وذلك بعد احتساب متوسط سعر الفائدة لأذونات الخزينة الأمريكية خلال فترة الدراسة أي منذ 2007 إلى غاية 2012 و وضع قيمة المتوسط بشكل يومي خلال فترة الدراسة لتتمكن من معالجة المعطيات بشكل يخدم النموذج المستخدم.

أما الوسائل المستخدمة في تحليل ومعالجة البيانات تتمثل في برنامج Eviews9 وهو برنامج خاص بالاقتصاد القياسي وهذا بغرض استخراج نماذج الانحدار الخطي البسيط لقياس العائد والمخاطر لكل من مؤشر داو جونز الوضعي و الإسلامي، وتحديد معامل إرتباط العائد على كل مؤشر بالعائد على مؤشر السوق العالمية والذي هو مؤشر مرقان ستانلي MSWI ، كذلك الاستعانة ببرنامج Exel من أجل إدخال البيانات وترتيبها وتبويبها بشكل متناسق وبسيط لاستعمالها في برنامج Eviews9 .

كما تم الحصول على المعلومات أو البيانات المستخدمة في الدراسة من عدة مواقع خاصة بكل مؤشر ومنها ما تعلق بمؤشر داوجونز DJIA من الموقع [www.djaverages.com](http://www.djaverages.com) وكذلك الموقع [www.djindex.com](http://www.djindex.com) أما مؤشر داو جونز الإسلامي فهي من الموقع [www.djislamicmarkets.com](http://www.djislamicmarkets.com) وبخصوص أسعار الفائدة على أودونات الخزينة الأمريكية تم الحصول عليها من موقع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي [www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)، ومؤشر مورقان ستانلي العالمي من موقع [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

### المطلب الثاني: المتغيرات المستخدمة في الدراسة

تم استخدام نوعين من المتغيرات

#### الفرع الأول: المتغيرات المستقلة و الثابتة

هذه المتغيرات المستقلة هي التي يجب أن نتبع تأثيرها على المتغير التابع وتشمل هذه المتغيرات كل من :

- مؤشر مورقان ستانلي العالمي ويرمز له بالاختصار: *mswi* (morgan stanly world index) فهو مؤشر يقيس أداء حوالي ثمانية و أربعون سوق للأوراق المالية العالمية ويعتبر من أحد أهم المؤشرات المعيارية المرجعية على المستوى العالمي.

- المقدار الثابت : و هو العائد الخالي من المخاطرة ويرمز له بالرمز: *RFR* والمتمثل أساسا في العائد على أذونات الخزينة الأمريكية

#### الفرع الثاني: المتغيرات التابعة: وهي كل من

- العائد على مؤشر داو جونز الوضعي ويرمز له باختصار *DJIA*
- العائد على مؤشر داو جونز الإسلامي ويرمز له باختصار *DJIM*

#### الفرع الثالث: النموذج الاحصائي المستخدم في الدراسة

##### أولا: النموذج الاحصائي العام

يتمثل النموذج الاحصائي المستخدم في الدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط ويستخدم من أجل تحديد العلاقة بين المتغير التابع  $Y_t$  والمتغير المستقل  $X_t$  وتكون صيغة النموذج بشكل عام كما يلي:

$$Y_t = a + \beta X_t + U_t^1$$

$X_t$ : قيمة المتغير المستقل.

$Y_t$ : قيمة المتغير التابع.

<sup>1</sup>- محمد غرس الدين ، محمد جاد الله ،مدخل للإقتصاد القياسي ، القاهرة ، 2005 ، ص ، 30.

$a, \beta$  قيمة معاملات الانحدار البسيط

حيث تحسب قيمة  $\beta, a$  كما يلي :

$$a = \bar{y} - b\bar{x}$$

$$\beta = \frac{\sum(x_t - \bar{x})(y_t - \bar{y}_t)}{\sum(x_t - \bar{x})}$$

$U_t$ : قيمة الخطأ، العشوائي وهو الفرق بين القيمة الفعلية للمتغير  $y_t$  والقيمة المتوقعة له .

ولكي نقبل بالنموذج الإحصائي العام لتفسير أو يكون صالحا لتفسير يجب توفر الشروط التالية وهي:

$$\beta \neq 0 \quad \text{Prob} < 0.005 \quad T_c > T_t$$

ثانيا: النموذج الخاص بالإختيار

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يكون وفق المعادلة التالية :

$$ER = RFR + \beta (R_m - RFR)$$

ولو قمنا بعملية مطابقة لهذه المعادلة مع النموذج العام للدراسة من الشكل

$$Y_t = a + \beta x_t + u_t$$

نجد أن النموذجين متطابقين تماما وذلك كما يلي:

$$ER = RFR + \beta (R_m - RFR) + u_t \longrightarrow (1)$$

$$Y_t = a + \beta (x_t) + u_t \longrightarrow (2)$$

من المعادلة 1، 2 نجد أن معادلة إختيار النموذج هي كما يلي:

$$ER_{(djia, djim)} = RFR + \beta (R_m - RFR) + u_t$$

وهي معادلة متماثلة لمعادلة الانحدار البسيط، إلا اننا في صدد إحتساب القيم المقدرة للنموذج وهي كمايلي:

$$ER_{(djia, djmi)} = RFR + \beta (R_m - RFR)$$

ويكون النموذج مقبولا إذا كان من الشكل

$$ER_{(djia, djmi)} = a + \beta (R_m - RFR)$$

### المطلب الثالث : الخصائص الإحصائية الوصفية ومصنوفة الارتباط

#### الفرع الأول: الخصائص الإحصائية الوصفية

قبل التطرق للنموذج النهائي المقدر لمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي لابد من الطرق أولاً للخصائص الإحصائية الوصفية للنموذج والمتحصل عليها من برنامج Eviews 9، و المتمثلة أساساً في متوسط العائد اليومي، الانحراف المعياري والمخاطرة الكلية للمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي المبينة في الجدول رقم (09) أسفله والذي يعطينا مختلف القيم الإحصائية الوصفية للنموذج والتي سوف نركز فيها على بعض الخصائص الإحصائية منها

#### الجدول رقم (10) الخصائص الإحصائية للنموذج

RMSWI	RDJIM	RDJIA	MSWI	DJIM	DJIA	
0.015302	0.027285	0.021544	318.5843	2007.361	11359.27	Mean
0.091345	0.073260	0.049851	319.1160	2038.890	11388.44	Median
9.311374	10.33591	11.08033	427.6340	2514.660	14164.53	Maximum
-7.106172	-8.079582	-7.873277	172.7040	1196.480	6547.050	Minimum
1.216486	1.216978	1.305571	49.64495	272.7550	1522.380	Std. Dev.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

أولاً: متوسط العائد اليومي (mean)

إذ نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة متوسط العائد اليومي (mean) أخذت قيم مختلفة بين داو جونز الوضعي والإسلامي، إذا كانت قيمة الأول 0.021% وأما متوسط العائد اليومي لمؤشر داو جونز الإسلامي كان بحوالي 0.027% أي بقيمة أكبر من المؤشر الوضعي بحوالي 0.006% وهي قيمة كبيرة إذا ما قورنت بحجم التداول على المؤشر مما يؤدي إلى تحقيق مكاسب كبيرة جداً لو تم الإستثمار في المؤشر الإسلامي على حساب المؤشر الوضعي، والجدير بالذكر أن إحتساب متوسط العائد اليومي كان إنطلاقاً من 2007 إلى غاية 2012 أي حوالي 6 سنوات .

### ثانيا : القيمة الوسطى والكبرى للعائد (medium, maximum)

أخذ مؤشر داو جونز الوضعي قيمة وسطى للعائد قدرت بحوالي 0.049% وقيمة كبرى قدرت بحوالي 11.08% أما إذا قارناها بالقيمة الوسطى لمؤشر داو جونز الإسلامي والتي سجلت حوالي 0.073% وقيمة قصوى بحوالي 10.33% نجد أن مؤشر داو جونز الإسلامي من حيث القيمة الوسطى أحسن من مؤشر داو جونز الوضعي و الذي يدل على إستقرار العائد على المؤشر الإسلامي مقارنة بالمؤشر الوضعي أما القيمة القصوى لمؤشر داو جونز الوضعي أكبر من القيمة القصوى لمؤشر داو جونز الإسلامي أما عن الفارق بين القيمة القصوى و الدنيا للمؤشر الوضعي هي حوالي 3% نقاط بالمئة، أما الفارق بين القيمة القصوى و الدنيا للمؤشر الإسلامي هي حوالي 2% مما يدل مرة أخرى على أن العائد على مؤشر داو جونز الإسلامي أكثر إستقرارا مقارنة بالعائد على مؤشر داو جونز الوضعي و هذا ما سوف نبينه أكثر لاحقا في منحنيات العوائد لكل مؤشر.

### ثالثا: الانحراف المعياري للمؤشرين أو المخاطر الكلية (Std, Den)

الانحراف المعياري و المشار له في الجدول السابق ب(Std, Den) نلاحظ أن الانحراف المعياري هو مؤشر عن مقدار المخاطرة الكلية المنتظمة وغير المنتظمة المحيطة بالمؤشر الوضعي و الإسلامي، أما قيمة الانحراف المعياري لمؤشر داو جونز الوضعي فكانت خلال فترة الدراسة تقدر بحوالي 1.305% و الانحراف المعياري لمؤشر داو جونز الإسلامي حوالي 1.216% والملاحظ أنه كلما كان الانحراف المعياري كبير دل ذلك على ان مقدار المخاطرة في هذا الاستثمار كبيرة وهذا هو الوضع بالنسبة للانحراف المعياري لمؤشر داو جونز الوضعي والذي هو أكبر من الانحراف المعياري لمؤشر داو جونز الإسلامي ( $1.305 > 1.216$ )، ومنه نجد أن مقدار المخاطرة الكلية في المؤشر الوضعي أكبر من مقدار المخاطرة الكلية في المؤشر الإسلامي.

### الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط

مصفوفة الارتباط من أهم الخصائص الإحصائية الوصفية التي يمكن أن تساعدنا على فهم وتحليل النموذج أكثر، وتقدير معادلات المخاطرة في كل من مؤشر داو جونز الوضعي و الإسلامي، حيث نلاحظ من الجدول التالي رقم (10) الذي يوضح مصفوفة الارتباط بين عدد من المتغيرات المهمة والمبينة في الجدول أسفله.

الجدول رقم (11) مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج

	RMSWI	RDJIM	RDJIA	MSWI	DJIM	DJIA
RMSWI	1.000000	0.068226	0.073355	0.023813	-0.057781	-0.052246
RDJIM	0.068226	1.000000	0.882401	0.033774	0.030097	0.032302
RDJIA	0.073355	0.882401	1.000000	0.025329	0.021070	0.033836
MSWI	0.023813	0.033774	0.025329	1.000000	0.903086	0.835025
DJIM	-0.057781	0.030097	0.021070	0.903086	1.000000	0.954841
DJIA	-0.052246	0.032302	0.033836	0.835025	0.954841	1.000000
ERMSWI	1.000000	0.068226	0.073355	0.023813	-0.057781	-0.052246

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eveiws9

أ- معامل الارتباط بين عائد مؤشر داو جونز الوضعي وعائد مؤشر السوق العالمي (mswi)

نلاحظ من الجدول أن معامل الارتباط (المحسوبة  $\beta$ ) بين عائد المؤشر داو جونز الوضعي مع العائد على مؤشر موقان ستانلي (rmswi)، (Rdjia) هو حوالي 0.0733، أي أن التغير في عائد مؤشر داو جونز الوضعي مقارنة بتغير العائد على المؤشر السوق العالمي بوحدة واحدة هون مقدار ( $\beta = 7.3\%$ ) المحسوبة والمستخرجة من مصفوفة الارتباط و هي عبار عن الميل الحدي للتغير في العائد على مؤشر داو جونز الوضعي على التغير في العائد على المؤشر السوق العالمي بوحدة واحدة .

أما إذا نظرنا لمعامل ارتباط العائد على المؤشر داو جونز الوضعي مع العائد على مؤشر داو جونز الإسلامي نجد أن قيمة حوالي 0.88 أي حوالي 88% من التغير الذي يحصل في المؤشر الوضعي تنتج عن تغير مؤشر داو جونز الإسلامي بوحدة واحدة .

ب معامل الارتباط بين عائد مؤشر داو جونز الإسلامي وعائد مؤشر السوق العالمية (rmswi)

انطلاقاً من مصفوفة الارتباط نلاحظ معامل الارتباط المحسوبة  $\beta$  بين عائد مؤشر داو جونز الإسلامي rdjim وعائد مؤشر السوق العالمية rmswi هو حوالي 0.068 أي أن التغير في عائد مؤشر داو جونز الإسلامي مقارنة بالتغير في عائد مؤشر السوق العالمية بوحدة واحدة هو حوالي 6.8% وهذه القيمة تمثل الميل الحدي للتغير في عائد مؤشر داو جونز الإسلامي على التغير في مؤشر السوق العالمية بوحدة واحدة ، وكذلك هي مؤشر ( $\beta$ ) على حساسية العائد على مؤشر داو جونز الإسلامي للتغيرات والتذبذبات في السوق العالمية أو الاقتصاد العالمي .

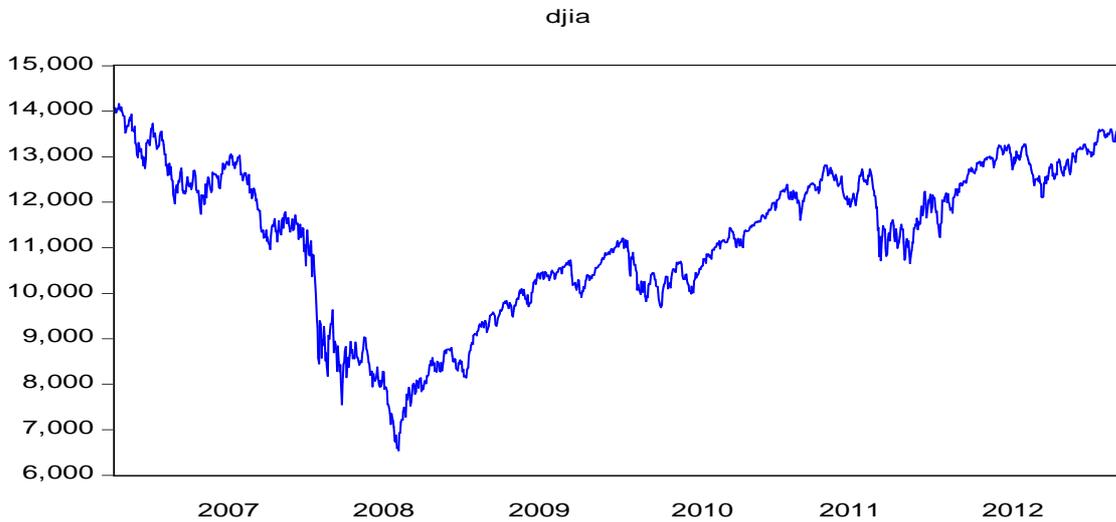
كما أن معامل ارتباط عائد مؤشر داو جونز الإسلامي rdjim مع عائد مؤشر داو جونز الوضعي rdjia هو حوالي 0.88 أي 88% من التغير في عائد مؤشر داو جونز الإسلامي مرتبط في التغير في عائد مؤشر داو جونز الوضعي .

وفي الأخير إذا أردنا أن نقارن بين معامل الإرتباط لكل من عائد مؤشر داو جونز الوضعي وعائد داو جونز الإسلامي من جهة مع عائد مؤشر السوق العالمية من جهة أخرى لوجدنا مما سبق أن مؤشر داو جونز الوضعي أكثر إرتباطا بالتغيرات في السوق العالمية والإقتصاد العالمي (7.3%) مقارنة بإرتباط عائد مؤشر داو جونز الإسلامي مع عائد مؤشر السوق العالمية أو الإقتصاد العالمي (6.8%) ، مما يدل على أن مؤشر داو جونز الإسلامي أكثر إستقرارا أو اقل حساسية للتغيرات في الإقتصاد العالمي مما يعطي فرص إستثمار في المؤشر الإسلامي بمخاطر أقل من الإستثمار في المؤشر الوضعي .

**المطلب الرابع: تحليل حركة الأسعار مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي مقارنة بأسعار مؤشر السوق العالمية (mswi)**

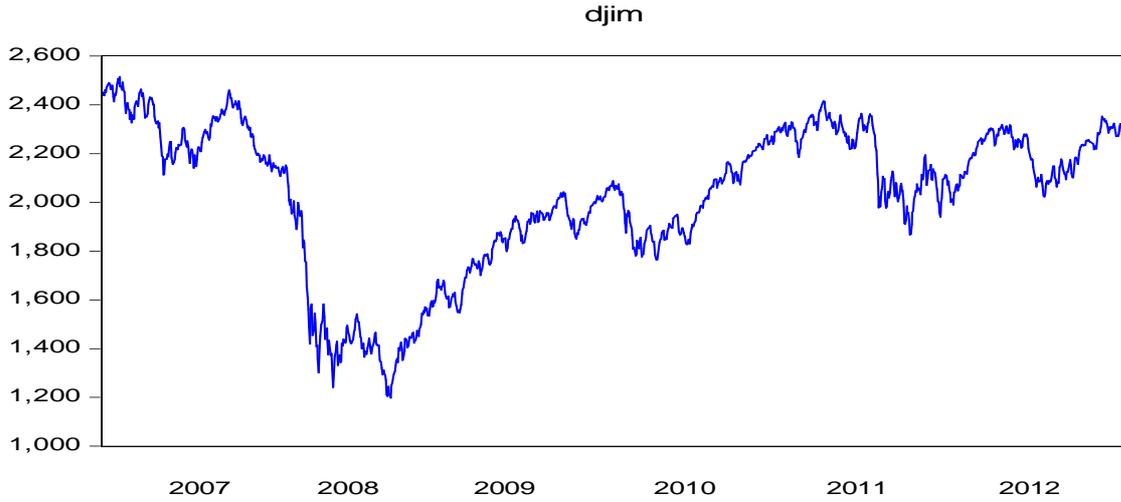
انطلاقا من الاشكال التالية والتي تبين التغير في أسعار كل مؤشر خلال مدة الدراسة 2007-2012 يمكننا أن نتكلم عن ثلاثة مراحل مهمة وهي ما قبل أزمة 2008 وأثناء الأزمة العالمية 2008 ثم المرحلة الثالثة بعد الأزمة العالمية 2008 ، كما توضح الأشكال التالية :

**الشكل رقم (16) يوضح التغير في أسعار مؤشر داو جونز الوضعي(2007-2012)**



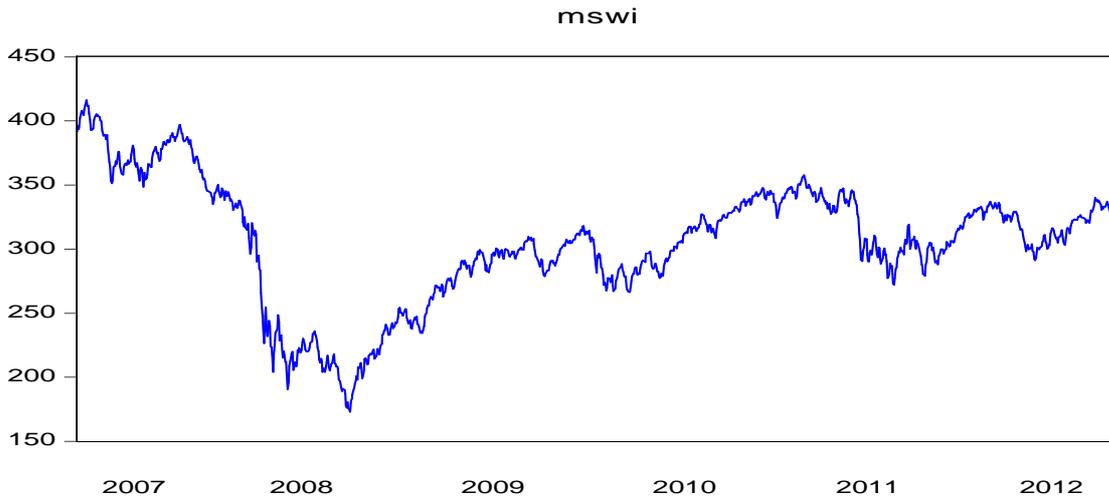
المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج Eveiws9

الشكل رقم (17) يوضح التغير في أسعار مؤشر داو جونز الإسلامي (2007-2012)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eveiws9

الشكل رقم (18) يوضح التغير في أسعار مؤشر مرقان ستانلي العالمي (2007-2012)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eveiws9

نلاحظ من الشكل رقم (16) الخاص بالتغير في أسعار مؤشر داو جونز الوضعي أن المؤشر انطلق في بداية 2007 من القيمة المقدرة بحوالي 14000 نقطة أخذت هذه القيمة في التناقص استجابة للتغيرات التي بدأت تحدث في الاقتصاد الأمريكي وبداية بوادر الأزمة وهذا ملاحظ بشكل واضح ، حيث أن هذه القيمة بدأت في التراجع إلى حدود 13000 نقطة وكذلك في بعض الفترات من سنة 2007 حقق خسائر بحوالي 2000 نقطة إذ تراجع المؤشر إلى 12000 نقطة والسبب في ذلك أن هذه المرحلة من بداية 2007 إلى حدود 2008 من المرحلة التي سبقت الأزمة المالية التي ضربت الأسواق الأمريكية ، وباعتبار مؤشر داو جونز من أهم المؤشرات التي تقيس أداء الاقتصاد الأمريكي كانت استجابة المؤشر لأوضاع السوق الأمريكية خاصة و الأسواق العالمية عامة ضرورة

حتمية ، وإذا ما قارنا حركة أسعار مؤشر داو جونز الإسلامي في الشكل (17) نلاحظ أنه كذلك أخذ نفس الاتجاه لأنه كما ذكرنا سابقا أن معامل الارتباط بين مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي من حيث السعر أو العوائد هو حوالي 88% فمن المنطقي أن يتأثر كذلك المؤشر الإسلامي إلا أننا نلاحظ الفرق في قيمة الخسائر بالنسبة للمؤشر الإسلامي والذي حقق في بداية 2007 حوالي 2500 نقطة ووصلت خسائره في نهاية السنة إلى حوالي 300 نقطة أي بقيمة تقدر بـ 2100 نقطة نهاية سنة 2007 ، ومنه فإن مقدار التراجع في أسعار داو جونز الوضعي فاقت بكثير مقدار الخسائر في مؤشر داو جونز الإسلامي وهذا ما يؤكد مقدار الانحراف المعياري لمؤشر داو جونز الوضعي الذي كان أكبر من الانحراف المعياري لمؤشر داو جونز الإسلامي كما أشرنا لذلك سابقا.

ولو قارنا أسعار كل من مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي مع مؤشر السوق العالمية مرقان ستانلي نلاحظ أنها أخذت نفس اتجاه السوق العالمية مع إختلاف بسيط ، حيث سجل مؤشر السوق العالمي في بداية 2007 حوالي 465 نقطة وتراجع إلى حوالي 200 نقطة أي تراجع بحوالي 50% من قيمته وهذا ما انعكس بشكل كبير على أسعار مؤشر داو جونز الوضعي بشكل أكبر من داو جونز الإسلامي .

أما المرحلة الثانية خلال سنة 2008 نلاحظ تراجع في أسعار كل من مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي وكذلك مؤشر السوق العالمية mswi وهذه السنة كانت قمة الأزمة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية و العالمية نتيجة أزمة الرهن العقاري الأمريكية والتي جاءت بسبب ما يعرف بالحلم الأمريكي american dream إذ سجل داو جونز الوضعي تراجع إلى حدود 1300 نقطة بعد أن كان في بداية سنة 2007 في حدود قيمة 2450 نقطة أما المؤشر الإسلامي تراجع إلى حدود 160 نقطة أي خسارة بحوالي 320 نقطة ومؤشر السوق العالمية مرقان ستانلي بلغت قيمة الخسائر فيه إلى حدود 160 نقطة أي خسارة بحوالي 320 نقطة وحتى في هذه المرحلة نلاحظ أن الخسائر في كل من مؤشر داو جونز الوضعي ومؤشر السوق العالمية كانت أكبر من الخسائر المحققة بالنسبة لمؤشر داو جونز الإسلامي .

وفي المرحلة الأخيرة والتي تمتد بين سنة 2009 إلى غاية 2012 نلاحظ بداية تحسن في أسعار المؤشرات بدرجات متفاوتة بداية من 2009 ، إذ كانت التحسن في الأسعار متزايد بشكل مستمر لكل من مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي والمؤشر العالمي، حيث سجل مؤشر داو جونز الوضعي في منتصف سنة 2009 حوالي 11000 نقطة بعد أن وصل إلى قيمة 6500 نقطة في سنة 2008 أما مؤشر داو جونز الإسلامي سجل في نفس الفترة حوالي 2100 نقطة بعد أن كان سجل في 2008 حوالي 1300 نقطة ومنه فإن قيمة الزيادة في كل من المؤشرين حوالي 45% أما السوق العالمية حققت قيمة تقدر بحوالي 320 نقطة، ويرجع السبب الأساسي لتحسن أسعار المؤشرات راجع إلى بداية تحسن في الأسواق المالية الأمريكية والعالمية.

وانطلاقاً من سنة 2010 إلى غاية 2012 نلاحظ استمرار التحسن في أسعار المؤشرات إذ أخذت قيم مختلفة متزايدة ، لكن نلاحظ أن سنة 2011 تميزت من جديد بتراجع أسعار مؤشر داو جونز الوضعي

والإسلامي وكذلك المؤشر العالمي إذ تراجعت أسعار كل مؤشر بالترتيب إلى حوالي 10500 بالنسبة لداو جونز الوضعي و 1900 بالنسبة لداو جونز الإسلامي أما مرقان ستانلي المؤشر العالمي فتراجع لحوالي 270 نقطة. وكانت سنة 2012 سنة لتحقيق الأسعار الجيدة ولكن لم تصل إلى الأسعار المحققة في بداية فترة الدراسة إذ أغلق مؤشر داوجونز الوضعي على سعر قارب 13500 نقطة والتي إقترب فيها إلى سعر سنة 2007 أما مؤشر داوجونز الإسلامي أنهى سنة 2012 بسعر يقدر بي 2300 نقطة وهو قريب جدا من سعر بداية سنة 2007 وفيما يخص مؤشر مرقان ستانلي العالمي كان سعر 2012 حوالي 320 نقطة وهو ليس ببعيد على سعر افتتاح سنة 2007.

المطلب الخامس: نموذج إختبار مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي

الفرع الأول: نموذج اختبار داو جونز الوضعي

انطلاقا من المعادلة السابقة لنموذج الاختبار يمكننا صياغة معادلة اختبار الخاصة بمؤشر داو جونز الوضعي

$$E(\widehat{R_{djia}}) = a + \beta(R_m - RFR) \quad \text{dja كمايلي:}$$

والاستناد على مخرجات برنامج (9 Evemis) وبعد ادخال المعطيات والاحصائيات توصلنا إلى النموذج

بالصيغة التالية:

	$E(\widehat{R_{djia}}) = 0.011 + 0.079(R_m - RFR)$	
$T_c$	0.139	, (2.630)
Prob		, (0.0086) < 0.05
Dw		, (2.238)
Std,	0.809	, (0.030)

من المعادلة السابقة نلاحظ أن النموذج مقبول إحصائيا وذلك لتوفر الشروط التالية وهي  $\text{Prob} < 0.05$ ، واحصائية ستودنت المحسوبة أكبر من الجدولة  $T_c > T_t$  وكذلك  $\beta \neq 0$  وهي ذات قيمة موجبة  $\beta = 0.079$ ، كما أن قيمة الاحتمال ( $\text{Prob} = 0.0086$ ) وهي أقل من القيمة 0.05، وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا لكي يفسر العلاقة بين العائد على مؤشر داو جونز الوضعي والعائد على مؤشر السوق العالمية مرقان ستانلي ( $R_{mswi}$ )، والذي اعتبرناه في النموذج محفظة السوق العالمية التي أخذت القيمة

( $R_m - RFR$ ) وهي تمثل الفرق بين العائد على مؤشر السوق العالمية ( $R_m$ ) والعائد الخالي من المخاطرة المتمثل في العائد على أذونات الخزانة الأمريكية ( $RFR$ ) كما أن مقدار توزيع درين واتسن أخذ قيمة بجوار 2 مما يدل على عدم وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء.  $Dw=2.238$

كما نلاحظ أن قيمة  $\beta$  المقدرة هي 0.079 وهي التي تمثل المعلمة السلوكية التي تقيس التغير في العائد على مؤشر داو جونز الوضعي ( $Redjia$ ) وحساسية للتغير في قيمة العائد على المؤشر العالمي مرقان ستانلي

#### الفرع الثاني: نموذج اختبار داوجونز الإسلامي

انطلاقاً من المعادلة السابقة لنموذج الاختيار يمكننا صياغة معادلة نموذج داوجونز الإسلامي ( $djim$ )،

$$E(\widehat{R_{djim}}) = a + \beta(R_m - RFR) \quad \text{وذلك كما يلي:}$$

وبالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviems 9)، وبعد ادخال المعطيات والإحصاءات توصلنا إلى النموذج

بالصيغة التالية:

$$E(\widehat{R_{djia}}) = 0.075 + 0.068(R_m - RFR)$$

$T_c$	0.930	, (2.630)
Prob		, (0.0146) < 0.05
Dw		, (1.83)
Std	(0.080)	, (0.027)

من المعادلة السابقة نلاحظ أن النموذج مقبول لتوفر الشروط السابقة ومنها (الاحتمال).  $Prob < 0.05$ . كما أن قيمة  $\beta \neq 0$ ، حيث أن قيمة الاحتمال من النموذج هي  $Prob = 0.0146$ ، واحصائية ستودنت المحسوبة أكبر من الجدولة  $T_c > T_t$ ، ومنه فإن النموذج مقبول احصائياً لكي يفسر العلاقة بين العائد على المؤشر العالمي والذي اعتبرناه محفظة السوق العالمية وهو المتمثل في القيمة ( $R_m - RFR$ )، وهي تمثل الفرق بين العائد على مؤشر السوق العالمية ( $R_m$ ) والعائد الخالي من المخاطرة المتمثل في العائد على أذونات الخزانة الأمريكية ( $RFR$ )، كما أن مقدار توزيع درين واتسن أخذ قيمة بجوار 2 مما يدل على عدم وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء  $Dw=1.83$

كما نلاحظ من معادلة النموذج أن قيمة  $\beta$  هي 0.068 وهي التي تعتبر معلمة سلوكية تقيس التغير في العائد على مؤشر داو جونز الإسلامي ( $R_{djim}$ ) ومقدار حساسية للتغير في قيمة العائد على المؤشر العالمي مرقان ستانلي.

### الفرع الثالث: مقارنة بين نموذج داو جونز الوضعي والإسلامي

إن المعادلة الخاصة بكل مؤشر كانت كما يلي:

$$E(\widehat{Rd_{jim}}) = 0.075 + 0.068(R_m - RFR)$$

$$E(\widehat{Rd_{jia}}) = 0.011 + 0.079(R_m - RFR)$$

وسوف نعلم في المقارنة على قيمة  $\beta$  المقدرة والمحسوبة في كل نموذج وكذلك مقدار الانحراف المعياري (STD) لكل نموذج كما يلي:

بالنسبة للمعلمة السلوكية والتي تمثل مقدار ارتباط بين المؤشر الإسلامي ومؤشر السوق العالمية  $\beta_{(R_{djim})} = 0.068$  وهي أقل من قيمة  $\beta_{(R_{djia})} = 0.075$  وكذلك يمكن الاعتماد على قيمة  $\beta$  المحسوبة والمستخرجة من جدول المصفوفة الارتباط رقم (10) حيث نجد أن  $\beta_{(R_{djim})} = 0.068$  أما  $\beta_{(R_{djia})} = 0.073$

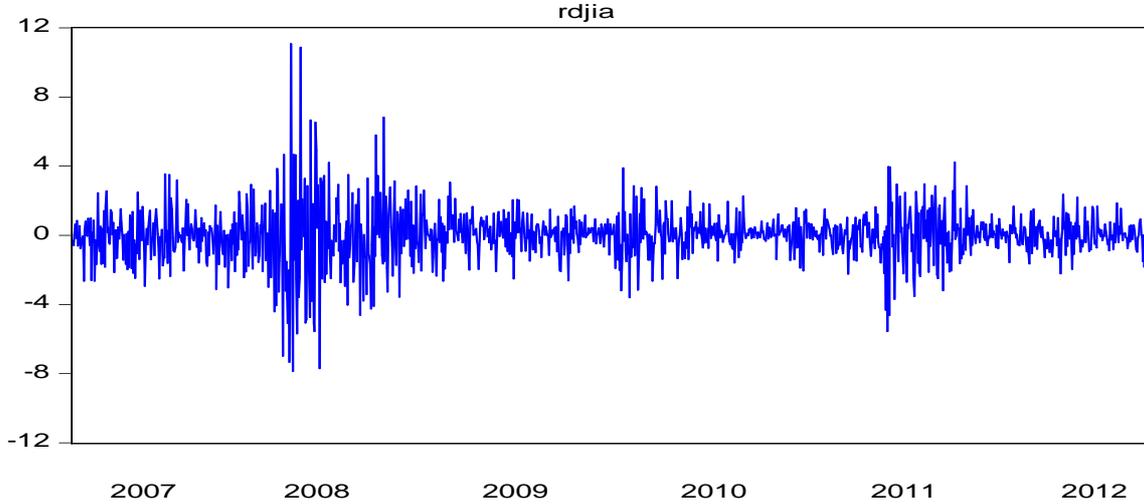
وبالتالي فإن كل من مقدار  $\beta$  المقدرة في نموذج المؤشر الإسلامي وقيمة  $\beta$  المحسوبة في مصفوفة الارتباط نجد أنها في كلتا الحالتين أقل من قيمة  $\beta$  المقدرة في نموذج المؤشر الوضعي وكذلك  $\beta$  المحسوبة في مصفوفة الارتباط بالنسبة لمؤشر داو جونز الوضعي ، وقيمة  $\beta$  هي مؤشر على مدى ارتباط كلا منها بالعائد على مؤشر السوق العالمية مرقان ستانلي (Rmswi) ، إذ نجد أن مؤشر داو جونز الوضعي أكثر ارتباطاً وأكثر حساسية للتغيرات في عائد مؤشر السوق العالمية مما يرفع معدل المخاطرة أكثر مما هو عليه الحال في مؤشر داو جونز الإسلامي الأقل حساسية وأقل ارتباطاً بالمؤشر العالمي .

وكما هو معروف كلما زاد مقدار المخاطرة زادت معه علاوة المخاطرة لتعويض الخطر المتوقع ، لذلك نجد أن مؤشر داو جونز الإسلامي هو المؤشر الأفضل من حيث مقدار المخاطرة القليلة مقارنة بمقدار المخاطرة الموجودة في مؤشر داو جونز الوضعي .

بالنسبة لمقدار الانحراف المعياري للعائد على مؤشر داو جونز الوضعي الذي أخذ المقدار 1.3055 نجد أنه أكبر من مقدار الانحراف المعياري على العائد لمؤشر داو جونز الإسلامي والذي كان بمقدار 1.2169، مما يدل على أن مقدار الاختلاف في العوائد خلال فترة الدراسة والتي كانت لتغيرات في عوائد مؤشر داو جونز الوضعي أكثر من مقدار التغيرات في عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي ، وهذا يجعل عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي أكثر استقراراً من عوائد مؤشر داو جونز الوضعي رغم أن كل منهما يعتبر مستقرًا وهذا كما يوضحه الشكل رقم (19) والشكل رقم (20) الذي يعطينا صورة عن مدى استقرار العوائد على كل مؤشر ومقارنتهما بإستقرار العوائد على المؤشر العالمي rmswi المحددة في الشكل رقم (21) ، والذي أخذ انحراف معياري فيها المقدار 1.2164 ، حيث أن قيم الانحراف المعياري مأخوذة من الجدول رقم (09).

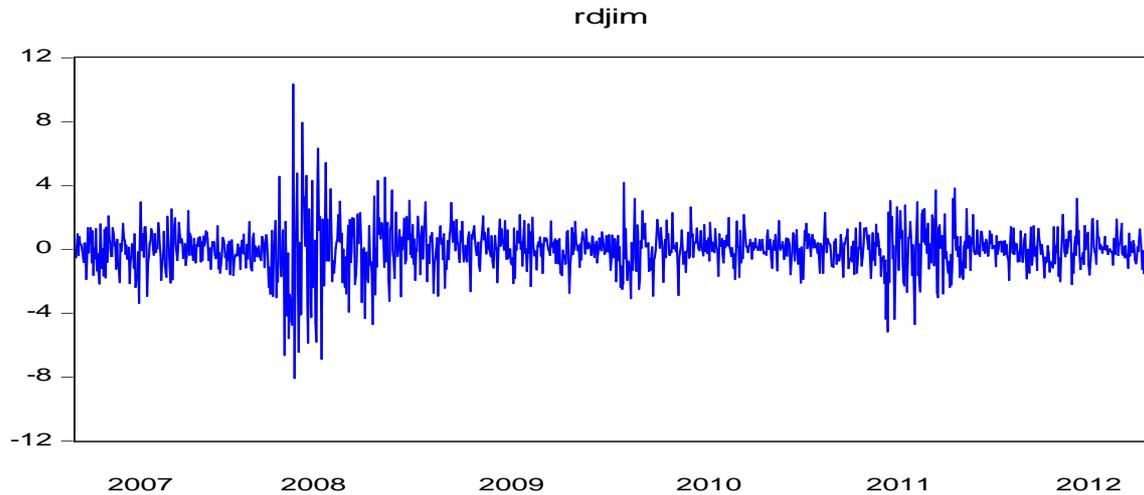
وفي الأخير نجد أن عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي أكثر استقراراً وأقل حساسية للتغيرات في الاقتصاد العالمي مما يعطي مجال استثمار أحسن من مؤشر داو جونز الوضعي، كما توضحه الأشكال التالية.

الشكل رقم (19)) يوضح مدى الإستقرار في سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الوضعي



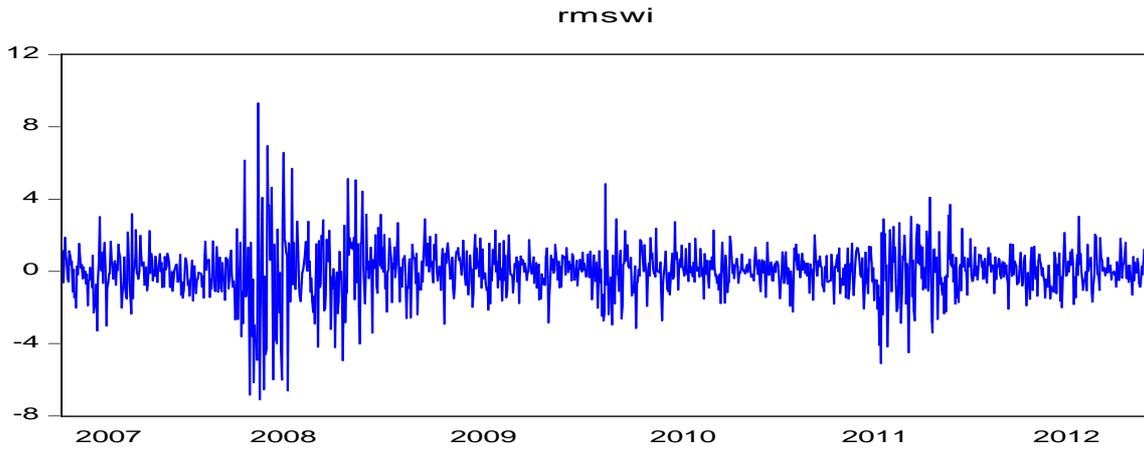
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eveiws9

الشكل رقم (20)) يوضح مدى الإستقرار في سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eveiws9

الشكل رقم (21) يوضح مدى الإستقرار في سلسلة عوائد مؤشر مرقان ستانلي العالمي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eveiws9**

و الملاحظ من الأشكال الثلاثة السابقة أن سلسلة العوائد مستقرة بالنسبة لكم من مؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي و كذلك بالنسبة لمؤشر مرقان ستانلي العالمي ، إلا أن التمييز الدقيق بين السلاسل الأكثر إستقراراً يكون من خلال الإنحراف المعياري للمؤشر ، إذ أن السلسلة ذات الإنحراف المعياري الأقل تكون هي سلسلة العوائد الجيدة و المستقرة كما بينا ذلك سابق من خلال مقارنة الإنحراف المعياري للمؤشرات ، و منه فإن سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي هي الأكثر إستقراراً.

## الخلاصة:

بعد دراسة هذا الفصل و الذي خصصناه لمفاضلة الاستثمار بمؤشر داو جونز الوضعي والإسلامي بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و الإسلامية كدراسة تطبيقية مقارنة يمكننا أن نذكر كخلاصة للفصل مايلي :

❖ تفيدنا تقنيات المفاضلة بين الاستثمارات عموما في إتخاذ القرار الإستثماري المناسب من بعد معرفتنا لمقدار العوائد الممكن تحقيقها و كذلك المخاطر الممكن تحملها ، لذلك فإن تقنيات المفاضلة بين الاستثمارات جد ضرورية لكل مستثمر.

❖ في ظل ظروف التأكد يمكن التمييز بين نوعين من الأدوات للمفاضلة بين الاستثمارات هما: المعايير التي لا تقوم على مبدأ التفضيل الزمني للنقد وتعتبر معايير ساكنة (لا تعتمد على معدل الخصم) ، المعايير التي تقوم على مبدأ التفضيل الزمني للنقد وتعتبر معايير غير ساكنة (تعتمد على معدل الخصم)..

❖ يعتبر نموذج تسعير الأصول المالية من أهم و أحسن النماذج أو الطرق المستخدمة للمفاضلة بين الإستثمارات وخاصة إذا تعلق الأمر بالإستثمار في أسواق الأوراق المالية ، و نظرا لطبيعة الإستثمار في أسواق الأوراق المالية وما يرافقه من مخاطر كبيرة و في نفس الوقت إمكانية تحقيق أرباح معتبرة ، فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو الأنسب للإستخدام في هذا النوع من الإستثمارات لأنه يربط بشكل قوي بين العائد و المخاطرة.

❖ أن العائد المتوقع على أي نوع إستثماري مرتبط إرتباطا و ثيقا بمعدل المخاطر المتوقعة من العملية الإستثمارية ، و بمعنى آخر يرتبط العائد بحالة عدم اليقين السائدة في الإقتصاد و احتمالات تكبد الخسائر ، لذلك نجد الإستقرار الإقتصادي من المحددات الأساسية للإستثمار .

❖ تمثل المؤشرات أداة لقياس أداء و حركة أسواق الأوراق المال العالمية ، و كان أول مؤشر في تاريخ البورصات العالمية هو مؤشر داو جونز، و توالى بعده عدة مؤشرات عالمية أخر في أسواق الأوراق المالية لذلك فإن للمؤشرات اليوم أهمية كبيرة للمستثمرين و المحللين الإقتصاديين و رجال الأعمال و المال.

❖ مؤشر داو جونز الوضعي هو أول مؤشر مالي يستعمل في أسواق الأوراق المالية الأمريكية و العالمي منذ أكثر من قرن ، و هو يقيس أداء ثلاثين شركة من الشركات الإقتصادية الرائدة في الإقتصاد الأمريكي.

❖ مؤشر داو جونز الإسلامي هو من المؤشرات المالية الإسلامية المستخدمة في قياس أداء أسواق الأوراق المالية الإسلامية و إن لم يكن من الإبتكارات المالية في الأوق الإسلامية ، و ذلك أنه مؤشر مشتق من

داو جونز الوضعي و تم طرحه للتداول من طرف الأسواق الأمريكية وذلك بعد تكييفه الفقهي بعد الإستعانة بمجلس الإشراف و الفقهي المتكون من علماء في الإقتصاد الإسلامي.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

أخذ مفهوم الاستثمار في مختلف المجالات اهتماما متزايدا نظرا لأهمية هذه العملية في الحياة الاقتصادية ، بل إن الاستثمار هو الركيزة الأساسية لتفعيل وتنشيط الدورات الاقتصادية ، لذلك فإن كل الاقتصاديات تعطي أهمية بالغة لعملية الاستثمار سواء الاستثمار الحقيقي أو المالي ، وهذا الأخير هو من أهم العمليات التي يقوم عليها نشاط سوق الأوراق المالية المعاصرة أو الإسلامية.

كما أن سوق الأوراق المالية المعاصرة أو الإسلامية عرفت مراحل تطور كبيرة ، اختلفت بين حالة سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية نظرا لحدثة عهد هذه الأخيرة ، مقارنة بالمكانة الدولية التي احتلتها سوق الأوراق المالية المعاصرة التي تطورت عبر عدة قرون من الزمن.

إلا أن سوق الأوراق الإسلامية ورغم حداثة إلا أنها استطاعت أن تحتل مكانة إقليمية ودولية في عالم المال والاستثمار المالي ، وخير دليل على ذلك فرص الاستثمار المتوفرة فيها وما تتيحه للمستثمرين سواء المسلمين أو غيرهم من إمكانية تحقيق عوائد جيدة.

أدت تطورات المالية في سوق الأوراق المالية إلى ابتكار أدوات مالية بهدف زيادة فرص تحقيق العوائد وتقليل المخاطر وإدارتها على غرار المشتقات المالية ، أو بهدف خلق معايير لقياس أداء الأسواق المالية مثل مؤشرات سوق الأوراق المالية المعاصرة أو الإسلامية ، والتي أصبحت البارومتر الذي يقيس ويؤشر على أداء السوق وحركته المستقبلية.

## \* نتائج اختبار فرضيات البحث

**الفرضية الأولى :** لاحظنا من خلال بحثنا هذا أن الفرضية الأولى محققة في الفصل الثاني والثالث من البحث حيث أن أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة متعددة ومتنوعة ، إذ نجد الأسهم بكل أنواعها وخاصة بالنسبة للاتجاهات الحديثة في إنشاء خلق أنواع جديدة من أسهم عادية في الأسواق ولها عدة أنواع كذلك بالنسبة للمشتقات المالية من عقود خيار والعقود المستقبلية و الآجلة بالإضافة إلى عقود المبادلة بكل أنواعها.

**الفرضية الثانية:** يمكن تحقيق أرباح جيدة ومعتبرة في بعض الحالات غير عادية لكن في المقابل قد يتحمل المستثمر خسائر كبيرة ، إذا لم تتحقق توقعاته وخاصة إذا لم يقوم بتنويع استثماره لتقليل من المخاطر غير النظامية

والدليل على ذلك الأزمات المالية التي تحدث في أسواق الأوراق المالية ، أما عوائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية تعتبر معتدلة ومستقرة في غالب الأحيان ، وقد تكون ضعيفة في أحيان أخرى ، وهذا راجع إلى رواج أو عدم رواج أسواق الأدوات المالية الإسلامية والتي هي جديدة في الحياة الاقتصادية العالمية ، ومنه فإن الفرضية محققة من الفصل الخامس .

**الفرضية الثالثة :** إن هذه الفرضية في الحقيقة تكملة للفرضية الأولى ، حيث أن عنصر المخاطر دائما قائم في أسواق الأوراق المالية المعاصرة ، وخاصة ما إذا أردنا مقارنة عنصر المخاطرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، نظرا لأن الأسواق المعاصرة أدواتها المالية وخاصة منها المشتقات قائمة على الغرر وعدم اليقين (الجهالة) ، كذلك نجد فيها دوما حالة من المقامرة ، ومن المعروف أن هذه الحالات المذكورة تكون فيها المخاطرة كبيرة وخاصة مع قدرة المتعاملين في الأسواق المعاصرة على التلاعب بالسوق وتغيير إتجاهها الحقيقي المعبر عن الحالة الاقتصادية السائدة في الاقتصاد ككل ، ومنه الفرضية محققة في الفصل الثاني والرابع والخامس .

**الفرضية الرابعة:** تساهم الهندسة المالية الإسلامية من خلال منهج الأصالة والابتكار أو منهج المحاكاة والتقليد من تنوع الأدوات المالية في السوق الأدوات المالية الإسلامية ، وذلك واضح من خلال المشتقات المالية الإسلامية المتوفرة في سوق الإسلامية على غرار عقود السلم والتي هي البديل للعقود الآجلة ، وبيع العربون الذي هو البديل لعقد خيار الشراء ، وعقد خيار البيع فإن بديله الشرعي في سوق الأوراق المالية الإسلامية هو عقد الاستصناع .

### \* نتائج الدراسة

من خلال دراستنا بحثنا في موضوع مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة مقارنة - توصلنا إلى أن عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة أكثر مخاطرة منها في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، كما أن استقرار العوائد في سوق الأوراق المالية الإسلامية أفضل من الاستقرار المسجل في سوق الأوراق المالية المعاصرة ، و منه فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية هي المناسبة لتوفير مناخ استثمار بمعدلات عائد جيدة و بأقل مخاطر مقارنة بسوق الأوراق المالية المعاصرة ، و يمكن التأكيد على ذلك من خلال نتائج الدراسة النظرية و التطبيقية التالية:

## أولاً: نتائج الدراسة النظرية

1- إن تنوع أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة هو السبب في نجاح ورواج هذه السوق ، وهو كذلك في نفس الوقت السبب في انهيار وتدهور بعض الأسواق نظراً لعمليات المضاربة الشديدة في هذه الأسواق وذلك باستخدام أدوات الاستثمار المتنوعة وخاصة منها المشتقات المالية ، وما ينجر عنها من معاملات صورية وهمية تؤدي إلى تغيير حقيقة أداء سوق الأوراق المالية ، والتي تعتبر انعكاساً حقيقياً للنشاط الاقتصادي في الاقتصاد.

2- سوق الأوراق المالية الإسلامية هي المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية ، حيث تعتبر السوق إحدى القنوات التي تساهم في نقل الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز مع شرط ضروري ولازم هو أن توافق الأدوات المالية المتداولة أحكام الشريعة الإسلامية وأن تكون صادرة على أنشطة اقتصادية سواء تجارية أو خدمية أو إنتاجية جائز شرعاً.

3- الفرق بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و الإسلامية هو تقييد هذه الأخيرة بمجموعة من الضوابط الشرعية التي تنظم معاملاتها ، وهذا ما تفتقر إليه سوق الأوراق المالية المعاصرة ، لذلك فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية تنظم وتضبط عملها هيئة الأوراق المالية بالإضافة وبالتعاون مع هيئة الرقابة الشرعية التي يعد وجودها حجر الأساس في إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية.

4- لا تتعامل سوق الأوراق المالية الإسلامية بجملة من المعاملات الجارية في السوق المعاصرة مثل البيع على المكشوف العمليات الآجلة والعمليات العاجلة الشريطية ، وكذا المضاربة بالمفهوم السائد في السوق المعاصرة ، إلا أنها تتم فيها عملية تسعير الأوراق المالية و تداول الأوراق ، وكذا ينشط فيها سمسرة وصناع السوق ، وينظم عملهم من الناحية الشرعية هيئة الرقابة الشرعية.

5- تخضع أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى التكييف الشرعي من قبل هيئة الرقابة الشرعية مثل الأسهم والتي أجاز مجمع الفقه الإسلامي نوع واحد منها هو الأسهم العادية، حيث أجاز إصدارها وتداولها ولكن بشروط معينة، أما الأسهم الممتازة فهي محرمة لما فيها من تحقق امتيازات لحاملها تتسبب في عدم العدل بين الشركاء بواسطة الأسهم العادية.

6- تكتسي الصكوك الإسلامية أهمية كبيرة على مستوى الاقتصاد الجزئي أو على مستوى الاقتصاد الكلي، وذلك لأهميتها بالنسبة للمنشأة التي أصدرتها وكذلك أهميته في سوق الأوراق المالية الإسلامية وما تعمل عليه من تنويع

أدوات الاستثمار، كما أن لها أهمية على مستوى الاقتصاد ككل من خلال مسايرة التغييرات الدولية في أسواق الأوراق المالية الدولية، كما تتيح فرص هائلة لسد عجز الميزانية بالنسبة للدولة.

**7-** الصكوك الإسلامية هي أدوات أو أوراق مالية متساوية القيمة منها القائم على عقد المشاركة مثل المضاربة والمشاركة، ومنها العقود القائمة على أساس البيع مثل صكوك المراجعة السلم و الاستصناع و المزارعة ، وكذلك منها القائم على عقد الإجارة مثل صكوك الإجارة بكل أنواعها وهي كلها جائزة من حيث الإصدار والتداول وبشروط محددة.

**8-** لعبت الهندسة المالية الإسلامية دورا مهما في تزويد سوق الأوراق المالية الإسلامية بأدوات مالية مشتقة كيفية مع أحكام الشريعة الإسلامية ومواكبة للتطور المالي في أسواق الأوراق المالية الدولية ، حيث توفر هذه الأدوات المالية الإسلامي المشتقة السيولة والمرونة في التمويل وتعمل على إيجاد حلول مالية مبتكرة لمشكلة السيولة والتمويل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

### ثانيا: نتائج الدراسة التطبيقية

انطلقت دراستنا التطبيقية من المفاضلة بين عمليات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية باستخدام مؤشر داو جونز العالمي الوضعي والإسلامي

**1-** لعملية الاستثمار مجموعة من الخصائص والمحددات، ومنها أنه عملية اقتصادية تهدف إلى تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد ، كما أنه يقوم على معايير عقلانية اقتصادية مدروسة ، و تتم في عملية الاستثمار استغلال كل أنواع الأصول المالية أو المادية أو البشرية أو المعلوماتية ، كما أن لعملية الاستثمار مجموعة من المحددات هي حجم الائتمان المصرفي المتوفر من طرف المصارف المتخصصة لدعم عملية الاستثمار، كما أن الاستقرار الاقتصادي له دور كبير في تحديد عملية الاستثمار، إذ يساعد الاستقرار الاقتصادي على ازدهار وروج الاستثمارات في الاقتصاد، والعكس في حالة عدم الاستقرار الاقتصادي، ويعمل التقدم التكنولوجي والتقني على دعم الاستثمار بشكل كبير حيث نجد من شروط النجاح والتقدم الاقتصادي التحكم في التقنية والتميز العلمي والموارد البشري المؤهلة للتحكم في العنصرين السابقين.

**2-** يمكن أن تصنف أنواع الاستثمار إلى عدة أنواع حسب معيار التصنيف القطاعي أو الزمني أو مجال الاستثمار كما تصنف حسب الجهة القائمة بالاستثمار كما أن الاستثمار هو تركيب ثنائية بين مصطلح العائد والمخاطرة ، إذ أن كل عملية استثمار تحتوي على عائد بالضرورة تحتوي على عنصر المخاطرة ، وكلما كان العائد المطلوب أو المتوقع كبيرا كلما كانت درجة المخاطرة كبيرة ، وتنقسم المخاطرة إلى مخاطر منتظمة وهي المتعلقة بالاقتصاد ككل مثل الدورات الاقتصادية ، الاستقرار الاقتصادي ، أما المخاطر غير المنتظمة فهي مخاطر قطاعية

أو مخاطر السوق التي قد تحدث في قطاع أو مؤسسة معينة، ويتم التغلب عليها أو التحكم فيها من خلال تنوع محفظة الاستثمارات المالية في سوق الأوراق المالية.

**3-** الاستثمار في الفقه الإسلامي هو قيام الفرد المسلم أو الجماعة بتوظيف ماله الزائد عن حاجاته الضرورية بشكل مباشر أو غير مباشر في نشاط اقتصادي لا يتعارض مع مبادئ الشرع ومقاصده العامة ، وذلك بغية الحصول على عائد منها يستعين به للقيام بمهمة الخلافة لله وإعمار الأرض وتحقيق منافع المجتمع.

**4-** للاستثمار في الاقتصاد الإسلامي مجموعة من دوافع منها الحفاظ على المال وتنمية وإبعاده على الاكتناز وضياع قيمته بسبب التضخم، كذلك الحفاظ على ديمومة تداول المال كي لا تكون الطبقة المضرة بالمجتمع وتماسكه ، وتحقيق الرفاهية الاقتصادية الشاملة للمجتمع والفرد.

**5-** يختلف الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي عن الاستثمار في الاقتصاد الوضعي وذلك لتقيده بمجموعة من الضوابط والقيود الشرعية والأخلاقية ، بهدف جعل عملية الاستثمار عملية اجتماعية أخلاقية ودينية بالإضافة إلى عملية مالية ، للخروج من الجانب المادي البحت الذي يقوم عليه النظام الرأسمالي، فالاستثمار في الاقتصاد الإسلامي هو مزيج بين الجانب المادي وحق الكسب والنمو والجانب الاجتماعي والديني والأخلاقي مثل إدراك المستثمر المسلم أن المال هو مال الله وأن ملكته لله عز وجل، وكذلك إبتغاء وجه الله أولاً ورضاه من وراء عملية الاستثمار فلا يستثمر ماله في الحرام أو ما يضر بأخلاق وصحة المجتمع المسلم ، كما يلتزم بالصدق والأمانة والالتزام بالعهود والعقود وهذا من أخلاق المسلم عامة ، كما يجب أن يراعي الجانب الاقتصادي من خلال حسن التخطيط عند الاستثمار أي وجوب تطبيق مبدأ الرشادة الاقتصادية بالاستفادة قدر الإمكان من الاستثمار وتحقيق النفع الخاص والعام للمجتمع.

**6-** مؤشر داو جونز العالمي الوضعي هو مؤشر ظهر في سوق الأوراق المالية الأمريكية عام 1885 على يد داو تشارلز ، واشتمل في البداية على 12 سهم لشركات أمريكية ، عشرة منها كانت في مجال (السكك الحديدية) ، وتطور المؤشر خلال قرن من الزمن و أكثر وحقق مكاسب كبيرة خلال هذه المدة وإتسع نطاق العمل به وهو اليوم يشمل ثلاثون شركة منها أكبر الشركات الزائدة في الاقتصاد الأمريكي ويتداول في حوالي 77 دولة حول العالم.

**7-** يتشكل تحت مؤشر داو جونز العالمي الوضعي مجموعة من المؤشرات الفرعية لعدد من القطاعات مثل داو جونز المتوسط للنقل وداو جونز المتوسط للمرافق ، وكذلك داو جونز المتوسط الصناعي المركز على مؤشر الربحية كما أن للمؤشر مؤشرات فرعية قطرية مثل مؤشر داو جونز لدول آسيا و الباسفيك وأوروبا وشمال إفريقيا والشرق الأوسط.

**8-** انطلق العمل بمؤشر داو جونز العالمي الإسلامي عام 1999، ويعتبر أول مؤشر إسلامي لسوق الأوراق المالية الإسلامية ، وهو متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، ويشرف على هذا المؤشر مجلس يسمى مجلس

الاستشارات الشرعية ويضم هذا المجلس مجموعة من كبار علماء المسلمين وهم الشيخ نظام اليعقوبي (البحرين) والشيخ محمد داود بكر (ماليزيا) والشيخ الدكتور محمد القري (المملكة العربية السعودية) والشيخ عبد الستار أبو غدة (سوريا) والشيخ يوسف طلال دولرنزو (الو.م. الأمريكية).

**9-** يتم تحديد قائمة الشركات الداخلية في تكوين مؤشر داو جونز العالمي الإسلامي من طرف مجلس الاستشارات الشرعية ، حيث يتم استبعاد الشركات التي تنشط في صناعة الكحول والتبغ والمنتجات ذات مواد خنزيرية ، وكذلك الأنشطة المالية التقليدية مثل البنوك الربوية وشركات التأمين التقليدي بالإضافة إلى منع نشاط الأسلحة ، وكل الخدمات الترفيهية مثل صالات القمار والказينو والسينما والموسيقى ، هذا في المرحلة الأولى من الاختيار أما المرحلة الثانية يتم إقصاء الشركات التي لا تستجيب للنسبة المالية المحددة من طرف مجلس الاستثمارات الشرعية المتعلقة بالمدىونية وحدودها القصوى.

**10-** عوائد مؤشر داو جونز الوضعي مرتبطة بنسبة 88% بعوائد مؤشر داو جونز الإسلامي ، و العكس صحيح لأن مؤشر داو جونز الإسلامي متولد من المؤشر الوضعي مع مجموعة من الشروط المذكورة في النتيجة السابقة .

**11-** مؤشر داو جونز الوضعي أكثر إرتباطا بمؤشر السوق العالمية و المعبر عنها في الدراسة بمؤشر مرقان ستانلي العالمي (mswi) مقارنة بمؤشر داو جونز الإسلامي الأقل إرتباطا و الأقل حساسية للتغيرات في الإقتصاد العالمي ، مما يجعل مؤشر داو جونز الإسلامي أقل تأثرا بالأزمات المالية العالمية على غرار أزمة 2008.

**12-** مقدار المخاطرة في مؤشر داو جونز الوضعي أكثر منها في مؤشر داو جونز الإسلامي و هذه المخاطرة الكلية معبر عنها في نموذج الدراسة بمقدار الإنحراف المعياري لعوائد المؤشرين ، إذ وجدنا أن الإنحراف المعياري لمؤشر داو جونز الوضعي أكبر من الإنحراف المعياري لمؤشر داو جونز الإسلامي .

**13-** و مما يؤكد النتيجة السابقة هو مقدار الإستقرار في سلسلة العوائد لكل مؤشر ، حيث توصنا في الدراسة إلى أن سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الإسلامي أكثر إستقرارا بالمقارنة مع سلسلة عوائد مؤشر داو جونز الوضعي ، مما يؤكد أن مؤشر داو جونز الإسلامي أحسن من حيث العوائد و أقل مخاطرة .

**14-** بالتالي يمكن القول في الأخير أن أسواق الأوراق المالية الإسلامية يمكنها أن توفر فرصا إستثمارية جيدة من حيث العوائد و القدرة على التحكم في مخاطرة ، مما يجعلها السوق المطلوبة اليوم من قبل عدد كبير من المستثمرين و المتعاملين الإقتصاديين من مختلف دول العالم مهما كانت جنسياتهم أو خلفياتهم الدينية ، و ذلك لقدرتها على الإستقرار نوعا ما في ظل الأزمات المالية العالمية على غرار أزمة 2008 التي حولت انظار العالم الإقتصادي و المالي نحو سوق الأوراق المالية الإسلامية على حساب أسواق الأوراق المالية المعاصرة ، التي هي الأخرى لا تزال أسواق خصبة يمكن ان تحقق عوائد جيدة مع درجة معينة من المخاطرة و تحتل مكانة كبيرة في

الإقتصاد العالمي نظرا للفرق الزمني الكبير بين نشأتها و نشأة أسواق الأوراق المالية الإسلامية التي تعتبر حديثة جدا مقارنة بعمر الإقتصاد العالمي.

### \* التوصيات والاقتراحات

بعد دراستنا لموضوع المفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية دراسة مقارنة بإستخدام مؤشر داو جونز العالمي الوضعي و الإسلامي ، يمكننا أن نأتي على طرح مجموعة من الاقتراحات والتوصيات لعلها تساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية خاصة ومنها:

➤ ضرورة خلق أو إنشاء مؤشرات لسوق الأوراق المالية الإسلامية خاص بها، ويكون نابع من هذه السوق ومن دولة إسلامية يوجد على مستواها سوق للأوراق المالية الإسلامية مثل ماليزيا و البحرين و تركيا و دبي و قطر

➤ عدم الاعتماد بشكل كبير ولمدة زمنية طويلة جدا على المؤشر الإسلامي الذي أنشأ من طرف مؤسسة داو جونز الوضعية ، نظرا لعدم ثقة كل المستثمرين المسلمين به ، رغم أن المؤسسة استعانة بمجلس استشاري إسلامي مكون من خيرة علماء الأمة الإسلامية في هذا المجال ، ويبقى الشك أو عدم يقين بشرعية هذا المؤشر بالنظر للشركات المكونة للمؤشر وهي أغلبها لغير مسلمين ، بل يريدون الاستفادة من مميزات الاستثمار الإسلامي الذي أصبح يجذب إليه الكثير من غير المسلمين.

➤ إن عملية الاستثمار المالي الإسلامي هي جزء من نظام كلي متكامل هو الإقتصاد الإسلامي ، ومنه لتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية لكلي تحظى بمكانة تنافسية ولما لا مكانة رائدة في عالم أسواق الأوراق المالية ، يجب العمل على الاستثمار أكثر في تكوين الكفاءات والإطارات المؤهلة التي تتطلبها أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

➤ الاستفادة قدر الإمكان من المتخصصين الماليين العاملين في المؤسسات المالية التقليدية ، وإدراجهم للعمل في المؤسسات المالية الإسلامية وأسواق الأوراق المالية الإسلامية وذلك بالتنسيق مع الفقهاء المختصين في المعاملات المالية الإسلامية.

➤ استقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال العربية والإسلامية من خلال تطوير المنتجات المالية الإسلامية للاستفادة منها في تطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية ، وتحسين مستوى التنمية الاقتصادية و الاجتماعية في الدول الإسلامية و العربية.

- البحث على مجالات استثمار جديد وإنشاء شركات رأس المال المخاطر الإسلامية ، بهدف تنويع فرص الاستثمار و الدخول في مجالات جديدة و عدم الاكتفاء فقط بالخدمات المالية الإسلامية في الإطار الضيق ، من أجل تشجيع نوع معين من المستثمرين المخاطرين الذين قد يكونوا غير مسلمين.
- إنشاء معاهد أو مراكز دولية متخصصة في البحث وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية والخدمات المالية الإسلامية بشكل عام ، والعمل على استقطاب العقول العربية المسلمة وكذلك من الدول غير الإسلامية ، بهدف تكوين قاعدة أساسية يتم الاستعانة بها للتطوير المنتجات المالية الإسلامية ومواكبة التطورات المالية العالمية لتجنب ضياع أي فرصة لتطوير الخدمات المالية الإسلامية في عصر التكنولوجيا والتغيرات السريعة.
- إنشاء بنوك مركزية الإسلامية والتي غيابها يعتبر المشكل الأساسي في تطور عمل الخدمات المالية الإسلامية سواء من طرف البنوك الإسلامية أو الأسواق الأوراق المالية الإسلامية.

## آفاق الدراسة

يمكننا في هذا الإطار أن نقترح بعض المواضيع التي قد نكون تطرقنا لها بشكل مختصر لكننا لم نستطع التوسع فيها نظرا لتخصيص مجال دراستنا في الموضوع و من المقترحات كآفاق للدراسة ما يلي:

- 1- دراسة إمكانية تعاون الدول الإسلامية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية موحدة " نحو سوق مالية إسلامية موحدة بين الدول الإسلامية، الآفاق، والمعوقات".
- 2- أهمية المؤسسات المالية في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- 3- مكانة سوق الأوراق المالية الإسلامية في العالم ، سبل التفعيل ومقترحات التطوير.

# قائمة المراجع

I-المصادر

- 1- القراء الكريم
- 2- صحيح مسلم
- 3- صحيح البخاري
- 4- جامع الترميذي، كتاب الأحكام، باب ذكر عن رسول الله (ص) في الصلح بين الناس، الحديث، رقم 1352
- 5- لسان العرب

II- المراجع باللغة العربية

- 1- أبو نصر. عصام ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006..
- 2- احمد. محمد لطفي احمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 3- أحمد. محي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي ، مجموعة دالة البركة ، الكتاب الثاني ، ط1 1995.
- 4- آل سليمان. مبارك بن سلمان بن محمد ، أحكام التعامل في أسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع، السعودية، 2005.
- 5- آل شبيب. دريد كامل ، الإستثمار و التحليل الإستثماري ، دار اليازوري ، عمان، 2009
- 6- آل شبيب. دريد كامل ، الأسواق المالية والنقدية ، دارة المسيرة عمان ، ط1 ، 2012 .
- 7- أندراوس. عاطف وليم ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ، 2007.
- 8- أندراوس. عاطف وليم ، السياسة المالية و اسواق الوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 2005

- 9- البرواري. شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دراسة تحليلية نقدية دار الفكر ، دمشق ، ط1 ، 2002 / 1423 .
- 10- البصمان. محمد مبارك ، صكوك الإجارة الإسلامية ، دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية دار النفائس ، عمان ، الأردن ، 2011 .
- 11- البكري. وليد صافي أنس ، الأسواق المالية والدولية ، دار المستقبل ، عمان ، ط1 ، 2009
- 12- بن سليمان. مبارك ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول ، كنوز اشيليا الرياض . ط1، 2005
- 13- بني هاني. حسين ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن 2002
- 14- بوراس. أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008.
- 15- بيكيت. مايكل ، كيف نعمل البورصة؟ دليل المستثمر الصغير، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق القاهرة، ط1، 2006.
- 16- التميمي. أرشد فؤاد ، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم الأدوات ، دار البازوري، لأردن ط1، 2010
- 17- الجارحي. معبد علي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام-الإدارة المالية في الإسلام- مؤسسة البيت ، عمان ، 1989.
- 18- جبار .محفوظ ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.
- 19- جبر إسماعيل. عمر مصطفى ، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار النفائس عمان ، الأردن
- 20- جبر.علاء الدين أحمد ، بورصة الأوراق المالية ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، القاهرة ، 2007
- 21- الجمل. جمال جويدان ، دراسات في :الأسواق المالية والنقدية ، دارالصفاء،الأردن، ط1، 2002
- 22- جودة. صلاح السيد ، بورصة الأوراق المالية ، علمياً وعملياً ، مكتبة الإشعاع الفنية الإسكندرية ط1، 2000.
- 23- حردان. طاهر حيدر ، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل، عمان الأردن، ط1، 2009
- 24- حسين . رحيم ، نظرية القرار و الرياضيات المالية ، مكتبة إقرأ قسنطينة ، ط 1 ، 20011.

- 25- حسين. سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 26- الحضيرى . حامد العربي ، تقييم الإستثمارات ، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع القاهرة ، 2000.
- 27- حماد .حمزة عبد الكريم محمد ، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية ، دار النفائس ، عمان الأردن ، 2008
- 28- حمدي. قاسم ناجي ، دراسات الجدوى و تقييم المشروعات ، دار المناهج للنشر و التوزيع عمان ، الأردن ، ط 1 ، 2008.
- 29- الحناوي. محمد صالح ، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية.
- 30- الحناوي. محمد صالح ، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعة ، الإسكندرية، 2005
- 31- حنفي. عبد الغفار .رسمية زكي قريظاص ، البورصات والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية، 2002.
- 32- حنفي. عبد الغفار ، الإستثمار في الأوراق المالية ، أسهم ، سندات ، وثائق إستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2007
- 33- حنفي. عبد الغفار ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 34- الحنيني. محمد وجيه ، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس، الأردن، ط1، 2010.
- 35- خريوش. حسن علي ، وآخرون، الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر و التوزيع ، عمان، ط1، 2011.
- 36- خلف. فليح حسن ، الأسواق المالية والنقدية ، جدارا للكتاب العالمي ، 2006
- 37- الخليل. أحمد بن محمد ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار ابن الجوزي السعودية 1426/2006هـ

- 38- الخياط. عبد العزيز ، الشركات في الشريعة الإسلامية و القانون الوضعي، مؤسسة الرسالة بيروت، 1998، طبعة الرابعة
- 39- داغر. محمود محمد ،الأسواق المالية (مؤسسات ، أوراق ،بورصات )، دار الشروق ،ط1- 2005
- 40- الدعيمي. عباس كاظم ،السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية،دار الصفاء ط1،2010.
- 41- دوابه. أشرف محمد ،نحو سوق مالية إسلامية ،دار السلامة ،الإسكندرية
- 42- الدوري. مؤيد عبد الرحمن ، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2010
- 43- الراوي. خالد وهيب ، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، عمان، 2009، ط1
- 44- الربيعي. حاتم ،ميثاق الفتاوي ،وأخرون،المشتقات المالية(عقود المستقبلات ، الخيارات المبادلات)،دار اليازوري،عمان،ط1،2011
- 45- رضوان. سمير عبد الحميد ، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة 1996، ط1.
- 46- رمضان. زياد ، مبادئ الإستثمار المالي و التحقيق ، دار وائل للنشر، الأردن ، ط 3، 2005
- 47- الزرري. عبد النافع عبد الله ، غازي توفيق فرح ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر،عمان ط1 2001.
- 48- زويل. محمود أمين ، بورصة الأدوات المالية، موقعها من الأسواق ،أحوالها ، مستقبلها ، دار الوفاء الإسكندرية ، 2000.
- 49- السالوس. احمد بن علي ، مخاطر التمويل الإسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي جامعة أن القرى، مكة المملكة العربية السعودية،2005.
- 50- سانو. قطب مصطفى ، الإستثمار ، أحكامه و ضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس الأردن ط1 ، 2000
- 51- سحنون. محمود ، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع ، قسنطينة 2003 .

- 52- سلام. أسامة عزمي ، أرشد فؤاد التميمي، الإستثمار بالأوراق المالية، تحليل و إدارة، دار المسرة، عمان، ط 1 ، 2004
- 53- سلام. أسامة عزمي ، شقيري نوري موسى ، دراسة الجدوى الإقتصادية و تقييم المشروعات الإستثمارية ، دار المسيرة ، عمان ، الأردن ، ط 2 ، 2011
- 54- سليمان. ناصر ، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي سلسلة صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد، 2013، 21
- 55- سمحان. حسين محمد ، أسس العمليات المصرفية الإسلامية ، دار المسيرة ، عمان ، الأردن . 2013
- 56- السيد عبد الفتاح عليم، و آخرون الاستثمار في الأوراق المالية، قسم إدارة الأعمال، 2008
- 57- السيسى. صلاح الدين حسين ، بورصات الأوراق المالية (الأهمية الأهداف والسبل ومقترحات النجاح، دار العلاء، القاهرة ، ط 1 2003
- 58- شحاته. حسين ، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الاوراق المالية، مكتبة التقوى، القاهرة، ط1، 2001
- 59- الشطناوي. زكريا سلامة عيسى ، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، من منظور الإقتصاد الإسلامي ، دار النفائس ، ط 1 ، 2009 .
- 60- الشقيري. موسى مطر ، نوري موسى، وآخرون، المالية الدولية ، دار الصفاء، عمان، الأردن
- 61- الشمري. ناظم محمد نوري ، وآخرون ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 1999.
- 62- الشنقيطي. محمد أمين ولد غالي ، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، دار ابن الحزم، بيروت، 2008.
- 63- صادق. مدحت ، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة و النشر والتوزيع القاهرة.
- 64- صالحى. صالح ، المنهج التنموي البديل في أقتصاد الإسلامي ، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة ط 1 ، 2006
- 65- طاحون. نصر علي ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية و المحافظ المالية، دار النهضة العربية، 2003.

- 66- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ( المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة ) ، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 67- الطوابي. محمد احمد حلمي ، البورصات و سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001.
- 68- عبد الجواد. محمد عوض ، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة- أسهم، سندات أوراق مالية، دار حامد للنشر و لتوزيع، الأردن. ط2، 2006.
- 69- عبد الحافظ. السيد البدوي ، إدارة الأسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.
- 70- عبد الغفار. حنفي ، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات ، بدون دار النشر 2008
- 71- عبد القادر. السيد متولي ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر ، الأردن ، ط1 2010
- 72- عبيد. سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، القاهرة
- 73- العتيبي. أحمد معجب ، المحافظ المالية الإستثمارية ، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي دار النفائس ، عمان ، الأردن
- 74- العجلوني. محمد محمود ، البنوك الإسلامية ، دار الميسرة ، عمان ، الأردن ، ط 3 ، 2012
- 75- العرييد. عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ( بين النظرية والتطبيق )، دار رضا للنشر ، سوريا ، دمشق ، ط1، 2002.
- 76- عريقات. حربي محمد ، سعيد جمعة عقل ، إدارة المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر ، عمان الأردن ، 2010 ، ط 1
- 77- عط الله. ماجد أحمد، إدارة الإستثمار ، دار أسامة، الأردن، عمان، ط1، 2011 .
- 78- علوان. قاسم نايف ، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، دار الثقافة للنشر ، عمان ، الأردن 2012 ، ط 2
- 79- علواني. قاسم نايف ، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، دار الثقافة للنشر ، عمان ، الأردن 2012 ، ط 2
- 80- عليم. السيد عبد الفتاح ، و آخرون، الاستثمار في الأوراق الماليّة، قسم إدارة الأعمال، 2008

- 81- عليوه .السيد ، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، دار الأمين ، مصر ، 2006
- 82- عمورة. عمار ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، دار المعرفة، الجزائر، 2009.
- 83- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستشارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، ط1، 2014
- 84- قشوط. هشام كامل ، المدخل إلى إدارة الإستثمارات من منظور إسلامي ، دار النفائس عمان،الأردن، ط 1 ، 2014
- 85- كويل. برايان ، نظرة عامة على الأسواق المالية ،دار فاروق للنشر و التوزيع ،مصر،ط2006،1.
- 86- السويلم. إبراهيم سامي ، صناعة الهندسة المالية، تطورات في المنهج الإسلامي، مركز الراجحي للاستثمار، ديسمبر، 2000.
- 87- محمد البسيوني. عيد الأول عابدين ، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007
- 88- محمد عدنان. بن ضيف ، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس الأردن، 2013.
- 89- محمد غرس الدين ، محمد جاد الله ،مدخل للإقتصاد القياسي ، القاهرة ، 2005
- 90- محمد يوسف ياسين،البورصة ،عمليات البورصة ،تنازع القوانين إختصاص المعالم ،منشورات حلبي الحقوقية ،بيروت، ط 1، 2004
- 91- مطاوع. سعد عبد الحميد ،الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى بالمنصورة، 2001
- 92- مطر. محمد ، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر،عمان،ط1،2005
- 93- معروف. هوشيار ، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء ، عمان ، ط1، 2003
- 94- الموسوي. ضياء مجيد ، البورصات- أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات . منشورات إماج ، ط 1 ، 1998.
- 95- موسى. شقري نوري ، صالح طاهر الزرقان ، وآخرون ، إدارة الإستثمار ، دار المسيرة،عمان ط 2012،1
- 96- النشار. محمد فتح الله ، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006،
- 97- النمري. خلف سليمان صالح سليمان ، شركات المساهمة في المنهج الإسلامي ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2000

- 98- هارون. محمد صبري ، أحكام الأسواق المالية (الأسهم و السندات)، دار النفائس عمان، ط2، 2009.
- 99- الهندي. منير إبراهيم ، إدارة المنشأة المالية و أسواق المال ، منشأة المعارف الإسكندرية 2005.
- 100- الهندي. منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف ، الإسكندرية 1999.
- 101- الهندي. منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007
- 102- الهندي. منير ابراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية
- 103- الهندي. منير إبراهيم ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الأول، التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- 104- الهندي. منير إبراهيم ، سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية الجزء الأول، الفكر الحديث في إدارة الاستثمار، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1999.
- 105- الهندي. منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، دار المعارف ، الإسكندرية ، 2002
- 106- ولد عالي. محمد أمين ، التنظير الفقهي و التنظيم القانون السوق المالية الإسلامية ، دار ابن حزم ، بيروت، 2011.

#### الرسائل و الاطروحات

- 1- بن ضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2006/2007.
- 2- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق المال العربية وسبيل تفعيلها ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، 2006
- 3- جعفر سحساو زياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير، جامعة اليرسوك، غير منشورة 2006/2007
- 4- زاهر يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في في الأسواق المالية ، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية ، نابلس، فلسطين، 2006

- 5- عبد العزيز الجبوري ، إدارة إستثمارات المصارف الإسلامية ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والإقتصاد ، جامعة السمننتصرية، 1320 هـ / 1999
- 6- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض أسواق المال العربية و الإسلامية، رسالة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، 2013-2014
- 7- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة ماجستير، غير منشورة جامعة فرحات عباس سطيف 2013/2012
- 8- نصيه مسعودة، نحو نموذج الإسلامي لسوق رأس المال، تجربة ماليزيا أنموذجا، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد، خيضر بسكرة، 2012-2013.
- 9- نورليامت سعيد جعفر ،سوق المشتقات الماليزية، (تقدير اقتصادي وشرعي) ،رسالة ماجستير ،تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية،جامعة اليرموك،الأردن، 2006-2007

#### المجلات

- 1- بشير محمد فضل الله، تجربة البنوك الإسلامية في دعم التنمية في الدول الإسلامية، منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه جدة، السعودية، 11 أفريل، 2006.
- 2- حسين عبد الله الأمين ، الإستثمار اللاربوي في نطاق عقد المرابحة ، المركز العالمي لأبحاث الإقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة
- 3- زعير محمد عبد الحكيم، سوق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي العدد 290، 2005
- 4- عبد العزيز بن محمد بن عثمان الريش ، المدة في خيار الشرط في البيع ،مجلة المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي ، مكة المكرمة ، العدد الخامس عشر ، السنة الثالثة عشر 2002/1423
- 5- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي المجلد 20، العدد2، 2007.
- 6- عبد الله بن محمد العزيز ، صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة والمنتبهة بالتملك مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، مجلد 24 ، العدد 2 ، 2011

7- على السالوس، تقرير داوجونز الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية، العدد 272، 2004.

8- على محي الدين قره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع.

9- مجلة الاقتصاد الإسلامي، تقرير البنك الإسلامي للتنمية، الإمارات العربية المتحدة، 2005.

10- مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، حول سوق الأوراق المالية و البضائع، مكة المكرمة، المادة الخامسة و السادسة

### الملتقيات و المؤتمرات

1- جاسم على سالم الشامسي، سوق الأوراق المالية الإسلامية في ضوء قرارات مجمع النفق الإسلامي بين الأمل و الواقع، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية، 2005.

2- حنان إبراهيم نجار، آلية بناء المؤشرات سوق الأسهم الإسلامية و متطلباتها، مداخلة في الملتقى الدولي الرابع عشر، حول المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و الأفاق المستقبلية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 17، 15، ماي 2005.

3- خنيوة محمد أمين، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع و التحديات و مناهج التطوير، مداخلة في الملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، معهد العلوم الاقتصادية، 23-24 فيفري 2011.

4- سعيد علي الراجحي، عبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها مداخلة مقدمة لندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز - جدة، 25 - 26 ماي، 2010

5- عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، مداخلة مقدمة لندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 25 - 26 ماي 2010.

6- عبد السلام مخلوني، الصناعة المالية الإسلامية في ظل الهندسة المالية الإسلامية، مداخلة للملتقى الدولي لمعهد العلوم الاقتصادية و التسيير و التجارة، الاقتصاد الإسلامي، الواقع و الرهانات المركز الجامعي غرداية، 23-24، فيفري 2011.

- 7- عمر ياسين محمد خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية و المالية المعاصرة، مداخلة في الملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبلية المركز الجامعي غرداية، معهد الاقتصاد، 23-24-فيفري، 2011.
- 8- فتح الرحمن على محمد صالح ، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية مداخلة مقدمة للملتقى الرابع ، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية ، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية ، 5 - 6 ، أبريل 2012 .
- 9- فريد خميلي، دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، مداخلة في الملتقى الدولي المالية الاقتصادية العلمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية ، عمان الأردن، ديسمبر 2001.
- 10- قراوي أحمد الصغير ، محددات وموجهات الإستثمار من منظور إسلامي ، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغربية ، سطيف ، الجزائر ، 25 - 28 ، ماي ، 2008
- 11- كمال توفيق حطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة ، جامعة أم القرى، مكة المكرمة ، مارس 2003
- 12- لحاو بخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة الإدارة المخاطر لصكوك الإسلامية مداخلة للملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل المركز الجامعي غرداية، معهد الاقتصاد، 23-24-فيفري، 2011
- 13- محمد عمر جاسر ،نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مداخلة في مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان "الواقع، تحديات المستقبل" 20-21 مارس 2004 ، صنعاء
- 14- محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير المنتجات المالية الإسلامية ، مداخلة للملتقى الدولي، الاقتصاد الإسلامي، الواقع و رهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، 23-24 فيفري، 2011.
- 15- مفتاح صالح ، عمري رمة ،الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية المستدامة مداخلة في الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي ، جامعة قلمة، 03-04-ديسمبر، 2012

- 16- مداني احمد، قندوز عبد الكريم، الأزمة المالية و استراتيجيات تطوير المنتجات المالي الإسلامية، متداولة للملتقى الدولي، الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية النموذج المصرفي في الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عي الدفلة، 2010
- 17- هناء محمد ظلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، مداخلة في الملتقى الدولي، الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان الأردن، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، ديسمبر 2010
- 18- يوسف بن عبد الله الشيلي، إصدار و تداول الأسهم و الصكوك و الوحدات الاستثمارية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية (عرض و تقديم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 25 ماي، 2010

### القرارات

- 1- قرار رقم 74 (7/5)، التطبيقات الشرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، الدورة الثامنة للمؤتمر، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، يونيو 199
- 2- قرار رقم 63 (7/1)، بشأن الأسواق المالية ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجلة عدد، 6 ، ج2
- 3- القرار رقم 63 ، الخاص بشركات المساهمة ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي
- 4- قرار رقم 60 (6/11)، بشأن السندات، ج2 ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي
- 5- القرار رقم 178 ( 19/4)، بشأن الصكوك ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة التاسعة عشرة 2009

### III- المراجع باللغة الأجنبية

#### أ- الكتب

- 1- Bertrend Jacquilat , Bruno Solnik , **Marchés financiers Gestion de Portefeuille et de risques**. Dunod, Paris, 1997
- 2- Frank. K.Reily , **Investment** , The Dryden Precs, Florida, 3<sup>rd</sup> Ed, 1999.

- 3- miles Adrian , **an introduction to the securitization of lease in studies in leasing law and tax** , Euromoney pub , London
- 4- Miles livingston, **money and capital markets**, New York Institute of finance, second edition

المجلات و المقالات

- 1- **dow jones indexes to launch islamic market index for turkey.2004 .**
- 2- -Dow jones Industrial average, **Dow jones indexes**, A CME group company
- 3- dow jones islamic market indexes, **world measures whith a nem pespectiv**. 2010.
- 4- **Guide To the Dow jones islamic market index**, dow jones indexes, june, 2003.
- 5- Guide to the dow jones, **Total stock indexes**, ACME group compang.
- 6- Ruahdi siddiqui, **islamic Development Bank: oic end islamic mutual funds**, dow jones indexes
- 7- S&P dow jones indeces, **dow jones everage methodology**, MGRAW hill finance, september, 2014.
- 8- S&P dow jones indices, **dow jones islamic market indices methodology**,mcgraw hill finance, junuary, 2015
- 9- Seif el -Dine. Tajel- Dine, **Towards an I slamic of stock market** , J.KAU. Islamic Econ, Vol, 14,2002,
- 10- Tarik Al-Rifai, **an everview of islamic finance and the grouth of islamic funds**, Islamic Equity funds workshop, 2003.

- 1- [www.djindex.com](http://www.djindex.com)
- 2- [www.djislamicmarkets.com](http://www.djislamicmarkets.com)
- 3- [www.djaverages.com](http://www.djaverages.com)
- 4- [www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)
- 5- [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

الملاحق

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

rfr	mswi	rmswi	ermswi	rdjia	erdjia	djia	rfr	rfr	erdjim	rdjim	djim	date
1,745	279,678	NA	NA	NA	NA	10 252,29	1,745	1,745	NA	NA	1 615,30	3 janvier 2007
1,745	280,346	0,239	-1,506	0,7763144	-0,96868564	10 331,88	1,745	1,745	-1,398315	0,34668483	1 620,90	4 janvier 2007
1,745	281,231	0,316	-1,429	1,2831159	-0,46188405	10 464,45	1,745	1,745	-0,625869	1,11913135	1 639,04	5 janvier 2007
1,745	282,379	0,408	-1,337	0,2746442	-1,47035585	10 493,19	1,745	1,745	-1,195898	0,54910191	1 648,04	8 janvier 2007
1,745	284,720	0,829	-0,916	-0,202798	-1,9477982	10 471,91	1,745	1,745	-2,062347	-0,31734667	1 642,81	9 janvier 2007
1,745	283,847	-0,307	-2,052	0,4932243	-1,25177575	10 523,56	1,745	1,745	-1,154548	0,59045173	1 652,51	10 janvier 2007
1,745	284,025	0,063	-1,682	-0,188909	-1,93390946	10 503,68	1,745	1,745	-1,575561	0,16943922	1 655,31	11 janvier 2007
1,745	284,373	0,123	-1,622	-0,436799	-2,18179929	10 457,80	1,745	1,745	-1,961878	-0,21687781	1 651,72	12 janvier 2007
1,745	282,507	-0,656	-2,401	0,7630668	-0,9819332	10 537,60	1,745	1,745	-1,276398	0,46860243	1 659,46	16 janvier 2007
1,745	280,728	-0,630	-2,375	0,0469746	-1,69802536	10 542,55	1,745	1,745	-1,431042	0,31395755	1 664,67	17 janvier 2007
1,745	280,063	-0,237	-1,982	-0,712067	-2,45706681	10 467,48	1,745	1,745	-2,467065	-0,72206503	1 652,65	18 janvier 2007
1,745	281,652	0,567	-1,178	0,7871044	-0,95789556	10 549,87	1,745	1,745	-0,954754	0,79024597	1 665,71	19 janvier 2007
1,745	281,586	-0,023	-1,768	0,0343132	-1,71068678	10 553,49	1,745	1,745	-1,383593	0,36140745	1 671,73	22 janvier 2007
1,745	280,438	-0,408	-2,153	-0,876677	-2,62167681	10 460,97	1,745	1,745	-2,121855	-0,37685511	1 665,43	23 janvier 2007
1,745	280,300	-0,049	-1,794	0,0579296	-1,68707038	10 467,03	1,745	1,745	-1,622509	0,12249089	1 667,47	24 janvier 2007
1,745	280,157	-0,051	-1,796	0,1532431	-1,59175691	10 483,07	1,745	1,745	-1,551293	0,19370663	1 670,70	25 janvier 2007
1,745	281,110	0,340	-1,405	-0,059238	-1,80423837	10 476,86	1,745	1,745	-2,18314	-0,4381397	1 663,38	26 janvier 2007
1,745	280,717	-0,140	-1,885	0,2496931	-1,49530687	10 503,02	1,745	1,745	-1,398116	0,34688406	1 669,15	29 janvier 2007
1,745	279,523	-0,425	-2,170	0,0914975	-1,65350251	10 512,63	1,745	1,745	-1,889984	-0,14498397	1 666,73	30 janvier 2007
1,745	282,219	0,965	-0,780	0,0944578	-1,65054219	10 522,56	1,745	1,745	-1,549407	0,19559257	1 669,99	31 janvier 2007
1,745	285,165	1,044	-0,701	0,2376798	-1,5073202	10 547,57	1,745	1,745	-1,642604	0,10239582	1 671,70	1 février 2007
1,745	286,633	0,515	-1,230	0,1782401	-1,56675989	10 566,37	1,745	1,745	-1,323872	0,42112819	1 678,74	2 février 2007
1,745	286,161	-0,165	-1,910	0,1162178	-1,62878223	10 578,65	1,745	1,745	-1,17076	0,5742402	1 688,38	5 février 2007
1,745	287,219	0,370	-1,375	0,4199024	-1,32509765	10 623,07	1,745	1,745	-1,052028	0,69297196	1 700,08	6 février 2007
1,745	286,683	-0,187	-1,932	-0,131412	-1,87641211	10 609,11	1,745	1,745	-1,914992	-0,169992	1 697,19	7 février 2007
1,745	286,024	-0,230	-1,975	-0,08898	-1,83398013	10 599,67	1,745	1,745	-1,852236	-0,10723608	1 695,37	8 février 2007
1,745	286,707	0,239	-1,506	-0,110758	-1,85575817	10 587,93	1,745	1,745	-1,762105	-0,01710541	1 695,08	9 février 2007
1,745	287,466	0,265	-1,480	-1,572451	-3,31745089	10 421,44	1,745	1,745	-2,491867	-0,7468674	1 682,42	12 février 2007
1,745	288,217	0,261	-1,484	-1,186017	-2,93101652	10 297,84	1,745	1,745	-2,49511	-0,75010996	1 669,80	13 février 2007
1,745	288,998	0,271	-1,474	-0,068558	-1,81355807	10 290,78	1,745	1,745	-1,83543	-0,09042999	1 668,29	14 février 2007
1,745	288,216	-0,271	-2,016	1,1160476	-0,62895243	10 405,63	1,745	1,745	-1,138391	0,60660916	1 678,41	15 février 2007
1,745	287,861	-0,123	-1,868	-0,299357	-2,04435717	10 374,48	1,745	1,745	-1,903483	-0,15848333	1 675,75	16 février 2007

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	289,213	0,470	-1,275	-0,959181	-2,7041806	10 274,97	1,745	1,745	-2,394262	-0,64926152	1 664,87	20 février 2007
1,745	290,938	0,596	-1,149	0,2770811	-1,4679189	10 303,44	1,745	1,745	-1,675926	0,06907446	1 666,02	21 février 2007
1,745	290,570	-0,126	-1,871	0,6634677	-1,08153226	10 371,80	1,745	1,745	-0,950892	0,79410811	1 679,25	22 février 2007
1,745	291,595	0,353	-1,392	-0,974951	-2,71995131	10 270,68	1,745	1,745	-2,040965	-0,29596546	1 674,28	23 février 2007
1,745	293,888	0,786	-0,959	0,3077693	-1,4372307	10 302,29	1,745	1,745	-1,910444	-0,16544425	1 671,51	26 février 2007
1,745	294,836	0,323	-1,422	1,4254112	-0,31958876	10 449,14	1,745	1,745	-0,636422	1,10857847	1 690,04	27 février 2007
1,745	293,354	-0,503	-2,248	0,6754623	-1,06953771	10 519,72	1,745	1,745	-0,759816	0,98518378	1 706,69	28 février 2007
1,745	290,889	-0,840	-2,585	-0,05542	-1,80041973	10 513,89	1,745	1,745	-1,216492	0,5285084	1 715,71	1 mars 2007
1,745	291,368	0,165	-1,580	0,4137384	-1,3312616	10 557,39	1,745	1,745	-1,93734	-0,1923402	1 712,41	2 mars 2007
1,745	292,875	0,517	-1,228	0,6772507	-1,06774928	10 628,89	1,745	1,745	-1,554625	0,19037497	1 715,67	5 mars 2007
1,745	294,705	0,625	-1,120	0,1123353	-1,63266466	10 640,83	1,745	1,745	-1,873813	-0,12881265	1 713,46	6 mars 2007
1,745	296,657	0,662	-1,083	-0,618749	-2,36374873	10 574,99	1,745	1,745	-2,057817	-0,31281734	1 708,10	7 mars 2007
1,745	295,719	-0,316	-2,061	0,6767855	-1,06821449	10 646,56	1,745	1,745	-1,145503	0,59949652	1 718,34	8 mars 2007
1,745	295,538	-0,061	-1,806	0,4000353	-1,34496468	10 689,15	1,745	1,745	-1,132199	0,61280073	1 728,87	9 mars 2007
1,745	293,370	-0,734	-2,479	-0,574227	-2,31922714	10 627,77	1,745	1,745	-1,970002	-0,22500246	1 724,98	12 mars 2007
1,745	292,750	-0,211	-1,956	0,220272	-1,52472801	10 651,18	1,745	1,745	-1,463258	0,2817424	1 729,84	13 mars 2007
1,745	290,690	-0,704	-2,449	-0,513558	-2,25855812	10 596,48	1,745	1,745	-1,908599	-0,16359895	1 727,01	14 mars 2007
1,745	291,266	0,198	-1,547	-0,157694	-1,90269388	10 579,77	1,745	1,745	-1,905393	-0,16039282	1 724,24	15 mars 2007
1,745	293,279	0,691	-1,054	0,5417887	-1,20321128	10 637,09	1,745	1,745	-1,223611	0,52138913	1 733,23	16 mars 2007
1,745	291,978	-0,444	-2,189	0,6435971	-1,10140293	10 705,55	1,745	1,745	-1,012264	0,73273599	1 745,93	19 mars 2007
1,745	290,831	-0,393	-2,138	-0,603799	-2,34879896	10 640,91	1,745	1,745	-2,07491	-0,32991013	1 740,17	20 mars 2007
1,745	290,857	0,009	-1,736	-0,166903	-1,91190302	10 623,15	1,745	1,745	-1,393885	0,35111512	1 746,28	21 mars 2007
1,745	289,844	-0,348	-2,093	0,5703581	-1,17464187	10 683,74	1,745	1,745	-0,848237	0,89676341	1 761,94	22 mars 2007
1,745	289,722	-0,042	-1,787	0,1296363	-1,61536375	10 697,59	1,745	1,745	-1,440222	0,30477769	1 767,31	23 mars 2007
1,745	288,960	-0,263	-2,008	-0,817848	-2,56284776	10 610,10	1,745	1,745	-2,310832	-0,56583169	1 757,31	26 mars 2007
1,745	292,202	1,122	-0,623	-0,490759	-2,23575881	10 558,03	1,745	1,745	-2,5007	-0,75570047	1 744,03	27 mars 2007
1,745	295,155	1,011	-0,734	-0,199848	-1,94484789	10 536,93	1,745	1,745	-1,566104	0,17889601	1 747,15	28 mars 2007
1,745	295,608	0,153	-1,592	0,7472765	-0,99772352	10 615,67	1,745	1,745	-1,032411	0,71258907	1 759,60	29 mars 2007
1,745	296,209	0,203	-1,542	-0,20027	-1,94526998	10 594,41	1,745	1,745	-1,491533	0,2534667	1 764,06	30 mars 2007
1,745	298,309	0,709	-1,036	0,8634742	-0,88152577	10 685,89	1,745	1,745	-0,95251	0,79249005	1 778,04	2 avril 2007
1,745	298,775	0,156	-1,589	-0,800869	-2,54586918	10 600,31	1,745	1,745	-2,220805	-0,47580482	1 769,58	3 avril 2007
1,745	297,667	-0,371	-2,116	0,3214057	-1,42359431	10 634,38	1,745	1,745	-1,850675	-0,10567479	1 767,71	4 avril 2007
1,745	300,076	0,809	-0,936	-1,137161	-2,88216079	10 513,45	1,745	1,745	-2,816443	-1,07144271	1 748,77	5 avril 2007

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	299,496	-0,193	-1,938	0,3544032	-1,39059683	10 550,71	1,745	1,745	-2,043496	-0,29849551	1 743,55	9 avril 2007
1,745	297,556	-0,648	-2,393	0,0399973	-1,70500269	10 554,93	1,745	1,745	-2,297895	-0,55289496	1 733,91	10 avril 2007
1,745	297,838	0,095	-1,650	0,0407393	-1,70426074	10 559,23	1,745	1,745	-1,47336	0,2716404	1 738,62	11 avril 2007
1,745	297,600	-0,080	-1,825	0,1009543	-1,64404567	10 569,89	1,745	1,745	-1,250355	0,49464518	1 747,22	12 avril 2007
1,745	299,215	0,543	-1,202	-0,475975	-2,22097468	10 519,58	1,745	1,745	-2,098132	-0,3531324	1 741,05	13 avril 2007
1,745	298,377	-0,280	-2,025	-0,80526	-2,55026029	10 434,87	1,745	1,745	-2,097086	-0,35208638	1 734,92	16 avril 2007
1,745	298,189	-0,063	-1,808	0,1510321	-1,59396793	10 450,63	1,745	1,745	-1,730014	0,01498628	1 735,18	17 avril 2007
1,745	296,692	-0,502	-2,247	-0,5104	-2,25539985	10 397,29	1,745	1,745	-2,186453	-0,44145276	1 727,52	18 avril 2007
1,745	295,878	-0,274	-2,019	0,6324725	-1,1125275	10 463,05	1,745	1,745	-1,640804	0,10419561	1 729,32	19 avril 2007
1,745	295,453	-0,144	-1,889	-0,48007	-2,22507034	10 412,82	1,745	1,745	-1,697004	0,04799574	1 730,15	20 avril 2007
1,745	297,194	0,589	-1,156	0,6605319	-1,08446808	10 481,60	1,745	1,745	-0,322002	1,42299801	1 754,77	23 avril 2007
1,745	296,339	-0,288	-2,033	-0,209605	-1,9546054	10 459,63	1,745	1,745	-0,802426	0,94257367	1 771,31	24 avril 2007
1,745	297,820	0,500	-1,245	-0,117213	-1,86221256	10 447,37	1,745	1,745	-1,886138	-0,14113848	1 768,81	25 avril 2007
1,745	299,869	0,688	-1,057	1,3579494	-0,38705058	10 589,24	1,745	1,745	-0,980644	0,7643557	1 782,33	26 avril 2007
1,745	300,604	0,245	-1,500	0,4179715	-1,32702855	10 633,50	1,745	1,745	-1,589024	0,1559756	1 785,11	27 avril 2007
1,745	299,797	-0,268	-2,013	-0,353317	-2,09831735	10 595,93	1,745	1,745	-2,054785	-0,30978483	1 779,58	30 avril 2007
1,745	298,874	-0,308	-2,053	0,7798277	-0,96517227	10 678,56	1,745	1,745	-0,789156	0,95584351	1 796,59	1 mai 2007
1,745	294,953	-1,312	-3,057	0,0410168	-1,70398323	10 682,94	1,745	1,745	-2,099561	-0,35456058	1 790,22	2 mai 2007
1,745	292,857	-0,711	-2,456	-0,800341	-2,54534148	10 597,44	1,745	1,745	-2,399668	-0,65466814	1 778,50	3 mai 2007
1,745	292,945	0,030	-1,715	-0,49578	-2,24078011	10 544,90	1,745	1,745	-1,733192	0,0118077	1 778,71	4 mai 2007
1,745	291,759	-0,405	-2,150	0,1313431	-1,61365689	10 558,75	1,745	1,745	-1,771424	-0,02642364	1 778,24	7 mai 2007
1,745	291,996	0,081	-1,664	0,7878774	-0,95712265	10 641,94	1,745	1,745	-1,233258	0,51174195	1 787,34	8 mai 2007
1,745	290,293	-0,583	-2,328	-0,792243	-2,53724277	10 557,63	1,745	1,745	-1,841792	-0,09679188	1 785,61	9 mai 2007
1,745	287,867	-0,836	-2,581	-0,7209	-2,46590043	10 481,52	1,745	1,745	-2,234469	-0,48946858	1 776,87	10 mai 2007
1,745	290,047	0,757	-0,988	-0,987357	-2,7323568	10 378,03	1,745	1,745	-1,934097	-0,18909656	1 773,51	11 mai 2007
1,745	290,093	0,016	-1,729	0,4241653	-1,32083472	10 422,05	1,745	1,745	-1,884836	-0,13983569	1 771,03	14 mai 2007
1,745	287,191	-1,000	-2,745	-0,023604	-1,7686038	10 419,59	1,745	1,745	-2,039179	-0,29417909	1 765,82	15 mai 2007
1,745	287,643	0,157	-1,588	0,2307193	-1,51428075	10 443,63	1,745	1,745	-1,207573	0,53742737	1 775,31	16 mai 2007
1,745	285,877	-0,614	-2,359	0,1204562	-1,6245438	10 456,21	1,745	1,745	-2,124652	-0,379652	1 768,57	17 mai 2007
1,745	286,113	0,083	-1,662	0,1614352	-1,58356483	10 473,09	1,745	1,745	-1,244596	0,50040428	1 777,42	18 mai 2007
1,745	289,175	1,070	-0,675	0,7609025	-0,98409753	10 552,78	1,745	1,745	-1,207704	0,53729563	1 786,97	21 mai 2007
1,745	290,097	0,319	-1,426	0,1508607	-1,59413928	10 568,70	1,745	1,745	-1,433299	0,31170081	1 792,54	22 mai 2007
1,745	289,754	-0,118	-1,863	-0,314324	-2,05932437	10 535,48	1,745	1,745	-1,93077	-0,18576991	1 789,21	23 mai 2007

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	287,800	-0,674	-2,419	-0,895735	-2,64073517	10 441,11	1,745	1,745	-2,382153	-0,63715271	1 777,81	24 mai 2007
1,745	289,400	0,556	-1,189	-1,185219	-2,93021881	10 317,36	1,745	1,745	-3,313222	-1,56822158	1 749,93	25 mai 2007
1,745	292,319	1,009	-0,736	-0,293292	-2,03829208	10 287,10	1,745	1,745	-2,686752	-0,94175196	1 733,45	29 mai 2007
1,745	292,795	0,163	-1,582	0,050646	-1,69435405	10 292,31	1,745	1,745	-1,679235	0,0657648	1 734,59	30 mai 2007
1,745	295,566	0,946	-0,799	-0,520291	-2,26529136	10 238,76	1,745	1,745	-2,127799	-0,38279939	1 727,95	31 mai 2007
1,745	297,310	0,590	-1,155	0,1407397	-1,6042603	10 253,17	1,745	1,745	-1,813289	-0,06828901	1 726,77	1 juin 2007
1,745	295,955	-0,456	-2,201	-0,353647	-2,09864673	10 216,91	1,745	1,745	-2,298635	-0,55363482	1 717,21	4 juin 2007
1,745	296,482	0,178	-1,567	-0,003132	-1,74813206	10 216,59	1,745	1,745	-2,380333	-0,63533289	1 706,30	5 juin 2007
1,745	295,869	-0,207	-1,952	0,6925011	-1,05249888	10 287,34	1,745	1,745	-1,270289	0,47471136	1 714,40	6 juin 2007
1,745	295,785	-0,028	-1,773	0,5906289	-1,15437113	10 348,10	1,745	1,745	-1,551346	0,19365376	1 717,72	7 juin 2007
1,745	296,855	0,362	-1,383	-0,607261	-2,35226124	10 285,26	1,745	1,745	-2,686946	-0,9419463	1 701,54	8 juin 2007
1,745	298,350	0,504	-1,241	1,2529581	-0,49204188	10 414,13	1,745	1,745	-1,369458	0,37554216	1 707,93	11 juin 2007
1,745	297,747	-0,202	-1,947	-1,277399	-3,02239907	10 281,10	1,745	1,745	-2,781928	-1,03692774	1 690,22	12 juin 2007
1,745	296,437	-0,440	-2,185	-0,640787	-2,38578746	10 215,22	1,745	1,745	-1,710685	0,03431506	1 690,80	13 juin 2007
1,745	296,486	0,017	-1,728	1,6620298	-0,08297021	10 385,00	1,745	1,745	-0,532556	1,21244381	1 711,30	14 juin 2007
1,745	299,729	1,094	-0,651	-0,068657	-1,81365672	10 377,87	1,745	1,745	-1,477952	0,26704844	1 715,87	15 juin 2007
1,745	301,148	0,473	-1,272	-0,316924	-2,06192438	10 344,98	1,745	1,745	-1,938488	-0,19348785	1 712,55	18 juin 2007
1,745	302,771	0,539	-1,206	-1,11194	-2,85694028	10 229,95	1,745	1,745	-2,745263	-1,00026277	1 695,42	19 juin 2007
1,745	303,148	0,125	-1,620	1,6893533	-0,05564668	10 402,77	1,745	1,745	-0,885036	0,8599639	1 710,00	20 juin 2007
1,745	305,156	0,662	-1,083	0,3585583	-1,38644165	10 440,07	1,745	1,745	-0,636228	1,10877193	1 728,96	21 juin 2007
1,745	305,050	-0,035	-1,780	-0,318963	-2,06396338	10 406,77	1,745	1,745	-1,603875	0,1411253	1 731,40	22 juin 2007
1,745	305,159	0,036	-1,709	0,6338182	-1,11118182	10 472,73	1,745	1,745	-0,80472	0,94027954	1 747,68	25 juin 2007
1,745	304,132	-0,337	-2,082	0,4760936	-1,26890637	10 522,59	1,745	1,745	-0,935927	0,8090726	1 761,82	26 juin 2007
1,745	303,842	-0,095	-1,840	0,0776425	-1,66735752	10 530,76	1,745	1,745	-2,111099	-0,36609869	1 755,37	27 juin 2007
1,745	302,432	-0,464	-2,209	0,5267426	-1,21825739	10 586,23	1,745	1,745	-1,719934	0,02506594	1 755,81	28 juin 2007
1,745	305,556	1,033	-0,712	-0,439344	-2,18434432	10 539,72	1,745	1,745	-1,904471	-0,15947056	1 753,01	29 juin 2007
1,745	306,961	0,460	-1,285	0,0615766	-1,68342341	10 546,21	1,745	1,745	-1,78265	-0,03764953	1 752,35	2 juillet 2007
1,745	307,068	0,035	-1,710	0,8902724	-0,85472757	10 640,10	1,745	1,745	-1,786088	-0,04108768	1 751,63	3 juillet 2007
1,745	307,891	0,268	-1,477	0,4317629	-1,31323714	10 686,04	1,745	1,745	-1,28029	0,46471001	1 759,77	5 juillet 2007
1,745	306,914	-0,317	-2,062	0,1041546	-1,64084542	10 697,17	1,745	1,745	-1,843877	-0,09887656	1 758,03	6 juillet 2007
1,745	306,896	-0,006	-1,751	-0,100307	-1,8453069	10 686,44	1,745	1,745	-2,003244	-0,2582436	1 753,49	9 juillet 2007
1,745	307,761	0,282	-1,463	-0,109297	-1,85429739	10 674,76	1,745	1,745	-1,687971	0,05702912	1 754,49	10 juillet 2007
1,745	309,730	0,640	-1,105	0,4258644	-1,31913562	10 720,22	1,745	1,745	-0,751549	0,99345109	1 771,92	11 juillet 2007

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	310,810	0,349	-1,396	0,4301218	-1,31487823	10 766,33	1,745	1,745	-1,400741	0,34425933	1 778,02	12 juillet 2007
1,745	312,222	0,454	-1,291	0,5010993	-1,24390074	10 820,28	1,745	1,745	-1,116211	0,62878933	1 789,20	13 juillet 2007
1,745	310,720	-0,481	-2,226	0,4727234	-1,27227656	10 871,43	1,745	1,745	-1,130759	0,614241	1 800,19	16 juillet 2007
1,745	311,433	0,229	-1,516	0,4108015	-1,33419848	10 916,09	1,745	1,745	-1,551132	0,19386842	1 803,68	17 juillet 2007
1,745	310,579	-0,274	-2,019	0,1422671	-1,60273294	10 931,62	1,745	1,745	-1,685677	0,05932316	1 804,75	18 juillet 2007
1,745	310,251	-0,106	-1,851	-0,374144	-2,119144	10 890,72	1,745	1,745	-2,403817	-0,65881701	1 792,86	19 juillet 2007
1,745	311,103	0,275	-1,470	-0,023506	-1,76850625	10 888,16	1,745	1,745	-1,970896	-0,22589605	1 788,81	20 juillet 2007
1,745	312,248	0,368	-1,377	-0,755775	-2,50077508	10 805,87	1,745	1,745	-1,9988	-0,25380001	1 784,27	23 juillet 2007
1,745	312,565	0,102	-1,643	0,9874263	-0,75757372	10 912,57	1,745	1,745	-0,276612	1,46838763	1 810,47	24 juillet 2007
1,745	312,757	0,061	-1,684	-0,321281	-2,06628087	10 877,51	1,745	1,745	-1,409728	0,33527206	1 816,54	25 juillet 2007
1,745	311,058	-0,543	-2,288	-0,390714	-2,13571442	10 835,01	1,745	1,745	-1,642057	0,10294296	1 818,41	26 juillet 2007
1,745	311,855	0,256	-1,489	0,2016611	-1,5433389	10 856,86	1,745	1,745	-1,567372	0,17762771	1 821,64	27 juillet 2007
1,745	311,673	-0,058	-1,803	-0,423235	-2,16823471	10 810,91	1,745	1,745	-2,140248	-0,39524824	1 814,44	30 juillet 2007
1,745	309,630	-0,655	-2,400	-0,516053	-2,26105277	10 755,12	1,745	1,745	-1,55045	0,19455038	1 817,97	31 juillet 2007
1,745	309,952	0,104	-1,641	0,2181287	-1,52687133	10 778,58	1,745	1,745	-1,708696	0,03630423	1 818,63	1 août 2007
1,745	315,464	1,778	0,033	-0,100292	-1,8452915	10 767,77	1,745	1,745	-1,249022	0,49597774	1 827,65	2 août 2007
1,745	319,046	1,135	-0,610	0,5196062	-1,2253938	10 823,72	1,745	1,745	-1,47799	0,26700955	1 832,53	3 août 2007
1,745	319,200	0,048	-1,697	0,5523979	-1,19260212	10 883,51	1,745	1,745	-1,436137	0,30886261	1 838,19	6 août 2007
1,745	322,326	0,979	-0,766	-0,016906	-1,76190631	10 881,67	1,745	1,745	-2,198707	-0,45370718	1 829,85	7 août 2007
1,745	322,837	0,159	-1,586	-0,055874	-1,80087378	10 875,59	1,745	1,745	-1,959772	-0,2147717	1 825,92	8 août 2007
1,745	321,548	-0,399	-2,144	-0,359153	-2,10415293	10 836,53	1,745	1,745	-2,010072	-0,26507185	1 821,08	9 août 2007
1,745	323,384	0,571	-1,174	-0,285885	-2,03088487	10 805,55	1,745	1,745	-1,860865	-0,11586531	1 818,97	10 août 2007
1,745	322,591	-0,245	-1,990	0,2607919	-1,48420809	10 833,73	1,745	1,745	-1,325532	0,41946816	1 826,60	13 août 2007
1,745	322,371	-0,068	-1,813	0,5142273	-1,23077267	10 889,44	1,745	1,745	-1,507948	0,23705245	1 830,93	14 août 2007
1,745	322,676	0,095	-1,650	-0,05666	-1,8016604	10 883,27	1,745	1,745	-1,639589	0,10541091	1 832,86	15 août 2007
1,745	319,618	-0,948	-2,693	-0,969378	-2,71437777	10 777,77	1,745	1,745	-2,584126	-0,83912574	1 817,48	16 août 2007
1,745	316,877	-0,858	-2,603	0,1715568	-1,57344318	10 796,26	1,745	1,745	-1,448436	0,29656447	1 822,87	17 août 2007
1,745	319,921	0,961	-0,784	-0,105963	-1,85096262	10 784,82	1,745	1,745	-1,763652	-0,01865191	1 822,53	20 août 2007
1,745	316,546	-1,055	-2,800	-0,624211	-2,3692107	10 717,50	1,745	1,745	-2,364469	-0,61946854	1 811,24	21 août 2007
1,745	317,607	0,335	-1,410	1,2121297	-0,53287031	10 847,41	1,745	1,745	0,5859998	2,33099976	1 853,46	22 août 2007
1,745	318,462	0,269	-1,476	0,3018232	-1,4431768	10 880,15	1,745	1,745	-0,802439	0,94256148	1 870,93	23 août 2007
1,745	319,163	0,220	-1,525	0,0183821	-1,7266179	10 882,15	1,745	1,745	-1,719879	0,0251212	1 871,40	24 août 2007
1,745	321,605	0,765	-0,980	0,7090511	-1,03594894	10 959,31	1,745	1,745	-0,481775	1,26322539	1 895,04	27 août 2007

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	324,176	0,799	-0,946	0,479866	-1,26513402	11 011,90	1,745	1,745	-1,439466	0,30553445	1 900,83	28 août 2007
1,745	324,134	-0,013	-1,758	-0,002906	-1,74790595	11 011,58	1,745	1,745	-1,946491	-0,20149093	1 897,00	29 août 2007
1,745	324,658	0,162	-1,583	0,2893318	-1,45566822	11 043,44	1,745	1,745	-1,282691	0,46230891	1 905,77	30 août 2007
1,745	325,042	0,118	-1,627	-0,734192	-2,47919152	10 962,36	1,745	1,745	-2,184717	-0,43971728	1 897,39	31 août 2007
1,745	322,514	-0,778	-2,523	-0,022714	-1,76771409	10 959,87	1,745	1,745	-1,640646	0,10435388	1 899,37	4 septembre 2007
1,745	320,255	-0,700	-2,445	-0,579843	-2,32484264	10 896,32	1,745	1,745	-2,037729	-0,29272864	1 893,81	5 septembre 2007
1,745	321,010	0,236	-1,509	-0,380495	-2,12549543	10 854,86	1,745	1,745	-2,729787	-0,98478728	1 875,16	6 septembre 2007
1,745	318,928	-0,649	-2,394	0,2381422	-1,50685782	10 880,71	1,745	1,745	-0,80908	0,93592013	1 892,71	7 septembre 2007
1,745	318,338	-0,185	-1,930	-1,960534	-3,70553383	10 667,39	1,745	1,745	-2,855577	-1,1105769	1 871,69	10 septembre 2007
1,745	319,764	0,448	-1,297	0,2004239	-1,54457609	10 688,77	1,745	1,745	-1,329867	0,41513285	1 879,46	11 septembre 2007
1,745	319,234	-0,166	-1,911	0,2193891	-1,52561087	10 712,22	1,745	1,745	-1,573142	0,17185787	1 882,69	12 septembre 2007
1,745	317,741	-0,468	-2,213	-0,023151	-1,76815113	10 709,74	1,745	1,745	-1,755623	-0,0106231	1 882,49	13 septembre 2007
1,745	319,512	0,557	-1,188	0,9312084	-0,81379159	10 809,47	1,745	1,745	-1,281253	0,46374748	1 891,22	14 septembre 2007
1,745	320,026	0,161	-1,584	0,9042071	-0,84079286	10 907,21	1,745	1,745	-0,665274	1,07972631	1 911,64	17 septembre 2007
1,745	321,900	0,586	-1,159	-0,066837	-1,81183652	10 899,92	1,745	1,745	-1,497045	0,24795464	1 916,38	18 septembre 2007
1,745	321,901	0,000	-1,745	-0,321654	-2,06665374	10 864,86	1,745	1,745	-1,687078	0,05792171	1 917,49	19 septembre 2007
1,745	322,218	0,098	-1,647	0,819983	-0,92501705	10 953,95	1,745	1,745	-1,884245	-0,13924453	1 914,82	20 septembre 2007
1,745	322,205	-0,004	-1,749	-0,930897	-2,67589707	10 851,98	1,745	1,745	-2,572232	-0,8272318	1 898,98	21 septembre 2007
1,745	323,460	0,390	-1,355	-0,537782	-2,28278205	10 793,62	1,745	1,745	-2,414307	-0,66930668	1 886,27	24 septembre 2007
1,745	324,334	0,270	-1,475	0,043081	-1,70191899	10 798,27	1,745	1,745	-1,610343	0,13465729	1 888,81	25 septembre 2007
1,745	324,705	0,114	-1,631	-0,449239	-2,19423863	10 749,76	1,745	1,745	-2,805456	-1,06045605	1 868,78	26 septembre 2007
1,745	326,196	0,459	-1,286	1,0126738	-0,73232623	10 858,62	1,745	1,745	-1,702726	0,04227357	1 869,57	27 septembre 2007
1,745	323,745	-0,751	-2,496	0,2277453	-1,51725467	10 883,35	1,745	1,745	-1,641768	0,10323229	1 871,50	28 septembre 2007
1,745	325,476	0,535	-1,210	0,328024	-1,416976	10 919,05	1,745	1,745	-2,140405	-0,39540476	1 864,10	1 octobre 2007
1,745	325,116	-0,111	-1,856	-0,244802	-1,98980152	10 892,32	1,745	1,745	-2,335634	-0,59063355	1 853,09	2 octobre 2007
1,745	324,342	-0,238	-1,983	1,2492288	-0,49577119	11 028,39	1,745	1,745	-1,144382	0,60061843	1 864,22	3 octobre 2007
1,745	323,569	-0,238	-1,983	0,2772844	-1,46771565	11 058,97	1,745	1,745	-1,759483	-0,01448327	1 863,95	4 octobre 2007
1,745	320,540	-0,936	-2,681	0,5580086	-1,18699143	11 120,68	1,745	1,745	-0,824911	0,92008906	1 881,10	5 octobre 2007
1,745	319,618	-0,288	-2,033	-0,048198	-1,79319849	11 115,32	1,745	1,745	-1,814109	-0,0691085	1 879,80	8 octobre 2007
1,745	320,399	0,244	-1,501	-0,416182	-2,16118235	11 069,06	1,745	1,745	-1,701378	0,04362166	1 880,62	9 octobre 2007
1,745	321,570	0,365	-1,380	0,6153187	-1,12968126	11 137,17	1,745	1,745	-1,60143	0,14356967	1 883,32	10 octobre 2007
1,745	323,924	0,732	-1,013	-0,610119	-2,35511909	11 069,22	1,745	1,745	-1,84801	-0,10300958	1 881,38	11 octobre 2007
1,745	326,843	0,901	-0,844	-0,066581	-1,81158102	11 061,85	1,745	1,745	-1,565345	0,17965536	1 884,76	12 octobre 2007

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	328,298	0,445	-1,300	0,3227308	-1,42226917	11 097,55	1,745	1,745	-1,44788	0,29712006	1 890,36	15 octobre 2007
1,745	329,382	0,330	-1,415	-0,938405	-2,68340532	10 993,41	1,745	1,745	-2,656467	-0,9114666	1 873,13	16 octobre 2007
1,745	330,434	0,319	-1,426	0,5468731	-1,19812692	11 053,53	1,745	1,745	-0,794185	0,95081495	1 890,94	17 octobre 2007
1,745	330,859	0,129	-1,616	-0,253494	-1,99849368	11 025,51	1,745	1,745	-1,454139	0,29086063	1 896,44	18 octobre 2007
1,745	328,804	-0,621	-2,366	-0,035554	-1,78055391	11 021,59	1,745	1,745	-2,010761	-0,26576111	1 891,40	19 octobre 2007
1,745	329,789	0,300	-1,445	-0,571605	-2,31660537	10 958,59	1,745	1,745	-2,409587	-0,66458708	1 878,83	22 octobre 2007
1,745	328,214	-0,478	-2,223	0,2016683	-1,54333172	10 980,69	1,745	1,745	-2,651947	-0,90694741	1 861,79	23 octobre 2007
1,745	329,484	0,387	-1,358	0,2281277	-1,51687226	11 005,74	1,745	1,745	-1,841681	-0,09668115	1 859,99	24 octobre 2007
1,745	329,223	-0,079	-1,824	-0,304023	-2,04902317	10 972,28	1,745	1,745	-1,81543	-0,07043049	1 858,68	25 octobre 2007
1,745	327,863	-0,413	-2,158	0,9483899	-0,79661006	11 076,34	1,745	1,745	-1,319967	0,42503282	1 866,58	26 octobre 2007
1,745	328,689	0,252	-1,493	-0,002889	-1,74788904	11 076,02	1,745	1,745	-0,840137	0,90486344	1 883,47	29 octobre 2007
1,745	331,473	0,847	-0,898	0,6800277	-1,06497234	11 151,34	1,745	1,745	-0,798343	0,94665697	1 901,30	30 octobre 2007
1,745	329,791	-0,507	-2,252	0,5239729	-1,2210271	11 209,77	1,745	1,745	-1,196428	0,54857203	1 911,73	31 octobre 2007
1,745	332,103	0,701	-1,044	0,3877867	-1,35721327	11 253,24	1,745	1,745	-1,570289	0,17471086	1 915,07	1 novembre 2007
1,745	333,967	0,561	-1,184	0,234688	-1,51031203	11 279,65	1,745	1,745	-1,607146	0,13785397	1 917,71	2 novembre 2007
1,745	335,375	0,422	-1,323	-0,045391	-1,79039148	11 274,53	1,745	1,745	-1,80966	-0,06466045	1 916,47	5 novembre 2007
1,745	336,057	0,203	-1,542	-0,346445	-2,0914446	11 235,47	1,745	1,745	-2,352367	-0,60736667	1 904,83	6 novembre 2007
1,745	333,150	-0,865	-2,610	0,7294755	-1,01552451	11 317,43	1,745	1,745	-1,359664	0,38533622	1 912,17	7 novembre 2007
1,745	333,274	0,037	-1,708	-0,416526	-2,16152566	11 270,29	1,745	1,745	-2,000207	-0,25520743	1 907,29	8 novembre 2007
1,745	330,885	-0,717	-2,462	0,0858895	-1,65911046	11 279,97	1,745	1,745	-1,222793	0,5222069	1 917,25	9 novembre 2007
1,745	329,912	-0,294	-2,039	-0,264717	-2,00971702	11 250,11	1,745	1,745	-1,785162	-0,04016169	1 916,48	12 novembre 2007
1,745	330,227	0,095	-1,650	-0,849503	-2,5945028	11 154,54	1,745	1,745	-2,238613	-0,49361329	1 907,02	13 novembre 2007
1,745	330,407	0,055	-1,690	0,5482969	-1,19670307	11 215,70	1,745	1,745	-0,859849	0,88515065	1 923,90	14 novembre 2007
1,745	331,625	0,369	-1,376	-0,579545	-2,32454475	11 150,70	1,745	1,745	-1,048498	0,6965019	1 937,30	15 novembre 2007
1,745	335,301	1,108	-0,637	-0,371098	-2,11609778	11 109,32	1,745	1,745	-2,418102	-0,67310174	1 924,26	16 novembre 2007
1,745	337,798	0,745	-1,000	0,3206317	-1,42436831	11 144,94	1,745	1,745	-1,024203	0,72079657	1 938,13	19 novembre 2007
1,745	337,928	0,038	-1,707	0,5285807	-1,21641932	11 203,85	1,745	1,745	-1,317268	0,42773189	1 946,42	20 novembre 2007
1,745	339,477	0,458	-1,287	0,3186405	-1,42635953	11 239,55	1,745	1,745	-1,1403	0,60469991	1 958,19	21 novembre 2007
1,745	338,336	-0,336	-2,081	-0,205079	-1,95007938	11 216,50	1,745	1,745	-1,580052	0,16494824	1 961,42	23 novembre 2007
1,745	337,971	-0,108	-1,853	-0,859983	-2,60498306	11 120,04	1,745	1,745	-2,630073	-0,88507306	1 944,06	26 novembre 2007
1,745	339,400	0,423	-1,322	0,1914561	-1,55354385	11 141,33	1,745	1,745	-1,557249	0,18775141	1 947,71	27 novembre 2007
1,745	340,391	0,292	-1,453	-0,464038	-2,20903796	11 089,63	1,745	1,745	-2,302064	-0,55706445	1 936,86	28 novembre 2007
1,745	340,190	-0,059	-1,804	0,3637633	-1,38123674	11 129,97	1,745	1,745	-2,014508	-0,26950838	1 931,64	29 novembre 2007

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	340,711	0,153	-1,592	0,0690029	-1,67599712	11 137,65	1,745	1,745	-1,443702	0,30129838	1 937,46	30 novembre 2007
1,745	343,409	0,792	-0,953	-0,57346	-2,31846029	11 073,78	1,745	1,745	-1,482285	0,2627151	1 942,55	3 décembre 2007
1,745	341,712	-0,494	-2,239	1,760826	0,01582602	11 268,77	1,745	1,745	-0,074001	1,67099946	1 975,01	4 décembre 2007
1,745	343,306	0,466	-1,279	0,0887408	-1,65625917	11 278,77	1,745	1,745	-1,11513	0,62987023	1 987,45	5 décembre 2007
1,745	347,067	1,096	-0,649	0,5685017	-1,17649829	11 342,89	1,745	1,745	-2,023246	-0,27824599	1 981,92	6 décembre 2007
1,745	347,995	0,267	-1,478	0,0402014	-1,70479861	11 347,45	1,745	1,745	-1,267181	0,47781949	1 991,39	7 décembre 2007
1,745	348,923	0,267	-1,478	-0,098084	-1,84308371	11 336,32	1,745	1,745	-2,024202	-0,27920196	1 985,83	10 décembre 2007
1,745	348,011	-0,261	-2,006	-0,468141	-2,21314134	11 283,25	1,745	1,745	-2,186125	-0,44112537	1 977,07	11 décembre 2007
1,745	345,216	-0,803	-2,548	0,6313784	-1,11362163	11 354,49	1,745	1,745	-1,56797	0,17702964	1 980,57	12 décembre 2007
1,745	340,592	-1,339	-3,084	0,2467746	-1,49822538	11 382,51	1,745	1,745	-1,831844	-0,08684369	1 978,85	13 décembre 2007
1,745	337,327	-0,959	-2,704	-0,135032	-1,88003173	11 367,14	1,745	1,745	-1,885991	-0,14099098	1 976,06	14 décembre 2007
1,745	336,524	-0,238	-1,983	-0,209815	-1,95481531	11 343,29	1,745	1,745	-1,598243	0,14675668	1 978,96	17 décembre 2007
1,745	330,889	-1,674	-3,419	0,6449628	-1,10003721	11 416,45	1,745	1,745	-0,816735	0,92826535	1 997,33	18 décembre 2007
1,745	327,612	-0,990	-2,735	-0,141638	-1,88663772	11 400,28	1,745	1,745	-2,206116	-0,46111559	1 988,12	19 décembre 2007
1,745	326,746	-0,264	-2,009	0,3384127	-1,40658726	11 438,86	1,745	1,745	-1,275712	0,46928757	1 997,45	20 décembre 2007
1,745	322,496	-1,301	-3,046	1,214107	-0,530893	11 577,74	1,745	1,745	-0,806804	0,9381962	2 016,19	21 décembre 2007
1,745	324,286	0,555	-1,190	0,0587334	-1,6862666	11 584,54	1,745	1,745	-1,732104	0,01289561	2 016,45	24 décembre 2007
1,745	322,089	-0,677	-2,422	0,4767561	-1,26824391	11 639,77	1,745	1,745	-1,390912	0,35408763	2 023,59	26 décembre 2007
1,745	325,165	0,955	-0,790	0,0247428	-1,72025724	11 642,65	1,745	1,745	-2,135395	-0,39039529	2 015,69	27 décembre 2007
1,745	328,635	1,067	-0,678	-1,218966	-2,96396647	11 500,73	1,745	1,745	-2,542742	-0,79774172	1 999,61	28 décembre 2007
1,745	329,248	0,187	-1,558	-1,041151	-2,7861513	11 380,99	1,745	1,745	-3,222788	-1,47778817	1 970,06	31 décembre 2007
1,745	325,363	-1,180	-2,925	0,4198229	-1,32517712	11 428,77	1,745	1,745	-2,955623	-1,21062303	1 946,21	2 janvier 2008
1,745	325,738	0,115	-1,630	-0,077699	-1,82269865	11 419,89	1,745	1,745	-1,929975	-0,1849749	1 942,61	3 janvier 2008
1,745	328,000	0,694	-1,051	-1,876375	-3,62137534	11 205,61	1,745	1,745	-3,633696	-1,88869614	1 905,92	4 janvier 2008
1,745	330,932	0,894	-0,851	-0,690012	-2,43501152	11 128,29	1,745	1,745	-2,450696	-0,70569594	1 892,47	7 janvier 2008
1,745	326,898	-1,219	-2,964	0,1417109	-1,6032891	11 144,06	1,745	1,745	-2,03404	-0,28904025	1 887,00	8 janvier 2008
1,745	321,807	-1,557	-3,302	-0,168072	-1,9130716	11 125,33	1,745	1,745	-2,801704	-1,05670376	1 867,06	9 janvier 2008
1,745	319,452	-0,732	-2,477	-0,24251	-1,98750966	11 098,35	1,745	1,745	-1,599316	0,14568359	1 869,78	10 janvier 2008
1,745	313,504	-1,862	-3,607	0,1709263	-1,57407369	11 117,32	1,745	1,745	-2,073916	-0,3289157	1 863,63	11 janvier 2008
1,745	315,557	0,655	-1,090	0,8430989	-0,90190112	11 211,05	1,745	1,745	-0,421239	1,32376062	1 888,30	14 janvier 2008
1,745	311,954	-1,142	-2,887	0,6026197	-1,14238026	11 278,61	1,745	1,745	-0,89344	0,8515596	1 904,38	15 janvier 2008
1,745	305,157	-2,179	-3,924	-1,633003	-3,37800265	11 094,43	1,745	1,745	-2,977422	-1,2324221	1 880,91	16 janvier 2008
1,745	306,994	0,602	-1,143	0,6659197	-1,07908025	11 168,31	1,745	1,745	-1,403676	0,34132415	1 887,33	17 janvier 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	313,466	2,108	0,363	0,8234908	-0,92150925	11 260,28	1,745	1,745	-0,923734	0,82126602	1 902,83	18 janvier 2008
1,745	314,266	0,255	-1,490	-0,11021	-1,8552104	11 247,87	1,745	1,745	-1,014509	0,7304909	1 916,73	22 janvier 2008
1,745	312,057	-0,703	-2,448	-1,770557	-3,51555745	11 048,72	1,745	1,745	-3,38425	-1,63925018	1 885,31	23 janvier 2008
1,745	312,059	0,001	-1,744	-0,421587	-2,1665873	11 002,14	1,745	1,745	-2,875318	-1,13031809	1 864,00	24 janvier 2008
1,745	314,473	0,774	-0,971	-0,64751	-2,39251039	10 930,90	1,745	1,745	-2,793283	-1,04828326	1 844,46	25 janvier 2008
1,745	314,479	0,002	-1,743	0,0724552	-1,67254485	10 938,82	1,745	1,745	-3,272818	-1,52781844	1 816,28	28 janvier 2008
1,745	313,892	-0,187	-1,932	-0,428748	-2,17374826	10 891,92	1,745	1,745	-1,473016	0,2719845	1 821,22	29 janvier 2008
1,745	314,757	0,276	-1,469	-0,912052	-2,65705224	10 792,58	1,745	1,745	-3,088605	-1,34360484	1 796,75	30 janvier 2008
1,745	313,392	-0,434	-2,179	-0,800921	-2,54592063	10 706,14	1,745	1,745	-3,608921	-1,86392097	1 763,26	31 janvier 2008
1,745	313,235	-0,050	-1,795	1,0347333	-0,71026666	10 816,92	1,745	1,745	-0,843261	0,90173882	1 779,16	1 février 2008
1,745	319,606	2,034	0,289	1,8329617	0,08796169	11 015,19	1,745	1,745	0,6842363	2,42923627	1 822,38	4 février 2008
1,745	325,108	1,721	-0,024	-0,00581	-1,75081016	11 014,55	1,745	1,745	-1,771888	-0,02688792	1 821,89	5 février 2008
1,745	327,295	0,673	-1,072	-0,657676	-2,40267553	10 942,11	1,745	1,745	-2,821355	-1,07635477	1 802,28	6 février 2008
1,745	328,048	0,230	-1,515	0,2991196	-1,44588036	10 974,84	1,745	1,745	-1,884823	-0,13982289	1 799,76	7 février 2008
1,745	323,691	-1,328	-3,073	0,9532713	-0,7917287	11 079,46	1,745	1,745	-0,617072	1,12792817	1 820,06	8 février 2008
1,745	325,191	0,463	-1,282	-0,544702	-2,28970164	11 019,11	1,745	1,745	-1,853788	-0,10878762	1 818,08	11 février 2008
1,745	325,046	-0,045	-1,790	-0,272436	-2,0174358	10 989,09	1,745	1,745	-1,512337	0,23266303	1 822,31	12 février 2008
1,745	325,352	0,094	-1,651	0,5113253	-1,23367468	11 045,28	1,745	1,745	-1,347153	0,39784669	1 829,56	13 février 2008
1,745	324,834	-0,159	-1,904	-1,091326	-2,83632589	10 924,74	1,745	1,745	-2,416746	-0,67174621	1 817,27	14 février 2008
1,745	322,052	-0,856	-2,601	0,4468756	-1,29812438	10 973,56	1,745	1,745	-1,604129	0,14087065	1 819,83	15 février 2008
1,745	317,837	-1,309	-3,054	1,9796675	0,23466749	11 190,80	1,745	1,745	0,8486489	2,59364886	1 867,03	19 février 2008
1,745	313,987	-1,211	-2,956	-0,362619	-2,10761929	11 150,22	1,745	1,745	-0,739124	1,00587564	1 885,81	20 février 2008
1,745	311,637	-0,748	-2,493	0,6977441	-1,04725592	11 228,02	1,745	1,745	-0,99572	0,74928015	1 899,94	21 février 2008
1,745	310,508	-0,362	-2,107	-0,678659	-2,42365928	11 151,82	1,745	1,745	-2,755558	-1,01055823	1 880,74	22 février 2008
1,745	316,354	1,883	0,138	0,6589059	-1,0860941	11 225,30	1,745	1,745	-1,295709	0,44929124	1 889,19	25 février 2008
1,745	317,472	0,353	-1,392	-1,199344	-2,94434434	11 090,67	1,745	1,745	-2,080064	-0,33506423	1 882,86	26 février 2008
1,745	315,395	-0,654	-2,399	0,1161337	-1,62886635	11 103,55	1,745	1,745	-1,875652	-0,13065231	1 880,40	27 février 2008
1,745	319,075	1,167	-0,578	0,2811713	-1,46382866	11 134,77	1,745	1,745	-1,572696	0,17230377	1 883,64	28 février 2008
1,745	321,195	0,664	-1,081	-1,091985	-2,83698484	11 013,18	1,745	1,745	-2,631581	-0,8865813	1 866,94	29 février 2008
1,745	321,242	0,015	-1,730	-1,515366	-3,26036613	10 846,29	1,745	1,745	-3,067485	-1,32248492	1 842,25	3 mars 2008
1,745	323,929	0,836	-0,909	-0,985959	-2,73095925	10 739,35	1,745	1,745	-2,6515	-0,9065002	1 825,55	4 mars 2008
1,745	327,235	1,021	-0,724	0,0745855	-1,67041448	10 747,36	1,745	1,745	-2,675678	-0,93067843	1 808,56	5 mars 2008
1,745	327,037	-0,061	-1,806	0,4826302	-1,26236985	10 799,23	1,745	1,745	-1,965618	-0,22061751	1 804,57	6 mars 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	324,852	-0,668	-2,413	1,9648623	0,21986231	11 011,42	1,745	1,745	0,0016765	1,74667649	1 836,09	7 mars 2008
1,745	327,829	0,916	-0,829	-0,756669	-2,50166899	10 928,10	1,745	1,745	-2,140405	-0,39540545	1 828,83	10 mars 2008
1,745	327,031	-0,243	-1,988	-0,546481	-2,29148109	10 868,38	1,745	1,745	-2,530201	-0,78520147	1 814,47	11 mars 2008
1,745	329,208	0,666	-1,079	1,6807473	-0,06425273	11 051,05	1,745	1,745	-0,25586	1,48914008	1 841,49	12 mars 2008
1,745	326,548	-0,808	-2,553	0,4765158	-1,26848419	11 103,71	1,745	1,745	-1,018958	0,7260425	1 854,86	13 mars 2008
1,745	326,633	0,026	-1,719	-0,010807	-1,7558072	11 102,51	1,745	1,745	-1,263562	0,48143795	1 863,79	14 mars 2008
1,745	327,488	0,262	-1,483	-0,018735	-1,7637345	11 100,43	1,745	1,745	-1,629644	0,11535634	1 865,94	17 mars 2008
1,745	326,287	-0,367	-2,112	1,0744629	-0,67053712	11 219,70	1,745	1,745	-0,658148	1,08685167	1 886,22	18 mars 2008
1,745	325,440	-0,260	-2,005	-0,303217	-2,04821666	11 185,68	1,745	1,745	-1,637908	0,10709249	1 888,24	19 mars 2008
1,745	326,439	0,307	-1,438	-0,535953	-2,28095311	11 125,73	1,745	1,745	-2,168675	-0,42367496	1 880,24	20 mars 2008
1,745	330,107	1,124	-0,621	0,6669225	-1,07807747	11 199,93	1,745	1,745	-1,167414	0,57758584	1 891,10	24 mars 2008
1,745	333,422	1,004	-0,741	0,3808952	-1,36410476	11 242,59	1,745	1,745	-1,86768	-0,12267992	1 888,78	25 mars 2008
1,745	334,194	0,232	-1,513	-0,019924	-1,76492423	11 240,35	1,745	1,745	-1,485573	0,25942672	1 893,68	26 mars 2008
1,745	334,033	-0,048	-1,793	-0,18656	-1,93156003	11 219,38	1,745	1,745	-2,420933	-0,67593258	1 880,88	27 mars 2008
1,745	333,741	-0,087	-1,832	-0,408133	-2,15313307	11 173,59	1,745	1,745	-1,858777	-0,11377653	1 878,74	28 mars 2008
1,745	333,846	0,031	-1,714	-0,871788	-2,61678785	11 076,18	1,745	1,745	-1,346861	0,39813918	1 886,22	31 mars 2008
1,745	332,340	-0,451	-2,196	0,4350778	-1,3099222	11 124,37	1,745	1,745	-1,935858	-0,19085791	1 882,62	1 avril 2008
1,745	332,185	-0,047	-1,792	-0,32667	-2,07167018	11 088,03	1,745	1,745	-2,163566	-0,41856562	1 874,74	2 avril 2008
1,745	331,430	-0,227	-1,972	0,0887443	-1,65625565	11 097,87	1,745	1,745	-1,659655	0,08534517	1 876,34	3 avril 2008
1,745	332,663	0,372	-1,373	1,1929316	-0,55206838	11 230,26	1,745	1,745	-0,494694	1,25030645	1 899,80	4 avril 2008
1,745	333,535	0,262	-1,483	0,8624912	-0,88250884	11 327,12	1,745	1,745	-0,736999	1,00800084	1 918,95	7 avril 2008
1,745	334,887	0,405	-1,340	0,0692144	-1,67578558	11 334,96	1,745	1,745	-1,784084	-0,03908387	1 918,20	8 avril 2008
1,745	334,809	-0,023	-1,768	0,4103235	-1,33467654	11 381,47	1,745	1,745	-1,523438	0,22156188	1 922,45	9 avril 2008
1,745	336,422	0,482	-1,263	-0,319994	-2,06499381	11 345,05	1,745	1,745	-1,89793	-0,15292986	1 919,51	10 avril 2008
1,745	338,580	0,641	-1,104	-0,045923	-1,79092311	11 339,84	1,745	1,745	-1,565267	0,17973337	1 922,96	11 avril 2008
1,745	338,061	-0,153	-1,898	-0,369846	-2,11484649	11 297,90	1,745	1,745	-2,318075	-0,57307484	1 911,94	14 avril 2008
1,745	334,372	-1,091	-2,836	0,0580639	-1,68693611	11 304,46	1,745	1,745	-1,829731	-0,08473069	1 910,32	15 avril 2008
1,745	331,117	-0,973	-2,718	-0,180548	-1,92554821	11 284,05	1,745	1,745	-1,710451	0,03454919	1 910,98	16 avril 2008
1,745	331,430	0,095	-1,650	0,602266	-1,14273397	11 352,01	1,745	1,745	-1,502193	0,24280736	1 915,62	17 avril 2008
1,745	329,389	-0,616	-2,361	0,1579456	-1,5870544	11 369,94	1,745	1,745	-1,345651	0,39934851	1 923,27	18 avril 2008
1,745	332,193	0,851	-0,894	0,1140727	-1,63092728	11 382,91	1,745	1,745	-1,558339	0,18666126	1 926,86	21 avril 2008
1,745	333,397	0,362	-1,383	-0,015462	-1,76046178	11 381,15	1,745	1,745	-1,789632	-0,0446322	1 926,00	22 avril 2008
1,745	334,157	0,228	-1,517	0,729276	-1,01572396	11 464,15	1,745	1,745	-1,202944	0,54205607	1 936,44	23 avril 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	333,897	-0,078	-1,823	0,0447482	-1,70025181	11 469,28	1,745	1,745	-1,21826	0,52673979	1 946,64	24 avril 2008
1,745	334,814	0,275	-1,470	-0,549991	-2,29499093	11 406,20	1,745	1,745	-3,158718	-1,413718	1 919,12	25 avril 2008
1,745	334,164	-0,194	-1,939	-0,655433	-2,40043301	11 331,44	1,745	1,745	-2,750669	-1,00566927	1 899,82	28 avril 2008
1,745	335,090	0,277	-1,468	0,535413	-1,20958703	11 392,11	1,745	1,745	-1,822902	-0,07790212	1 898,34	29 avril 2008
1,745	335,136	0,014	-1,731	0,04152	-1,70348004	11 396,84	1,745	1,745	-2,572038	-0,82703836	1 882,64	30 avril 2008
1,745	333,534	-0,478	-2,223	0,8884042	-0,85659585	11 498,09	1,745	1,745	-1,016236	0,72876386	1 896,36	1 mai 2008
1,745	334,108	0,172	-1,573	0,3933697	-1,35163032	11 543,32	1,745	1,745	-1,171797	0,5732034	1 907,23	2 mai 2008
1,745	335,984	0,561	-1,184	-0,138002	-1,88300189	11 527,39	1,745	1,745	-1,935328	-0,19032838	1 903,60	5 mai 2008
1,745	338,313	0,693	-1,052	0,2895712	-1,45542881	11 560,77	1,745	1,745	-1,85164	-0,10664005	1 901,57	6 mai 2008
1,745	338,912	0,177	-1,568	-0,04991	-1,79491017	11 555,00	1,745	1,745	-1,146547	0,59845286	1 912,95	7 mai 2008
1,745	338,276	-0,188	-1,933	-0,121939	-1,86693855	11 540,91	1,745	1,745	-2,297027	-0,55202697	1 902,39	8 mai 2008
1,745	338,872	0,176	-1,569	0,6262938	-1,11870623	11 613,19	1,745	1,745	-1,511084	0,23391628	1 906,84	9 mai 2008
1,745	338,175	-0,206	-1,951	-0,688527	-2,43352744	11 533,23	1,745	1,745	-1,636443	0,10855656	1 908,91	12 mai 2008
1,745	339,947	0,524	-1,221	-0,217892	-1,96289213	11 508,10	1,745	1,745	-2,421826	-0,67682604	1 895,99	13 mai 2008
1,745	342,419	0,727	-1,018	0,5883682	-1,15663181	11 575,81	1,745	1,745	-1,51926	0,22573959	1 900,27	14 mai 2008
1,745	340,838	-0,462	-2,207	0,80841	-0,93659005	11 669,39	1,745	1,745	-0,997212	0,74778847	1 914,48	15 mai 2008
1,745	341,183	0,101	-1,644	0,1701032	-1,57489685	11 689,24	1,745	1,745	-1,017387	0,72761272	1 928,41	16 mai 2008
1,745	341,809	0,183	-1,562	0,2498879	-1,49511207	11 718,45	1,745	1,745	-1,481052	0,26394802	1 933,50	19 mai 2008
1,745	341,215	-0,174	-1,919	-0,336051	-2,08105127	11 679,07	1,745	1,745	-2,041871	-0,29687096	1 927,76	20 mai 2008
1,745	343,592	0,697	-1,048	-0,074663	-1,81966348	11 670,35	1,745	1,745	-1,785461	-0,04046147	1 926,98	21 mai 2008
1,745	344,747	0,336	-1,409	0,4883315	-1,25666846	11 727,34	1,745	1,745	-2,34127	-0,59626981	1 915,49	22 mai 2008
1,745	346,509	0,511	-1,234	1,0511335	-0,69386649	11 850,61	1,745	1,745	-1,0658	0,67919958	1 928,50	23 mai 2008
1,745	344,692	-0,524	-2,269	0,1356892	-1,60931078	11 866,69	1,745	1,745	-0,956823	0,78817734	1 943,70	27 mai 2008
1,745	345,679	0,286	-1,459	-0,138876	-1,88387613	11 850,21	1,745	1,745	-2,235302	-0,490302	1 934,17	28 mai 2008
1,745	346,753	0,311	-1,434	0,0641339	-1,68086612	11 857,81	1,745	1,745	-1,60282	0,14217985	1 936,92	29 mai 2008
1,745	347,471	0,207	-1,538	0,0789353	-1,66606468	11 867,17	1,745	1,745	-1,514221	0,23077876	1 941,39	30 mai 2008
1,745	348,483	0,291	-1,454	-0,126736	-1,8717362	11 852,13	1,745	1,745	-1,981944	-0,23694363	1 936,79	2 juin 2008
1,745	348,689	0,059	-1,686	0,806353	-0,93864705	11 947,70	1,745	1,745	-0,723723	1,02127747	1 956,57	3 juin 2008
1,745	350,271	0,454	-1,291	0,1072173	-1,63778271	11 960,51	1,745	1,745	-1,270189	0,47481051	1 965,86	4 juin 2008
1,745	352,441	0,620	-1,125	0,1679694	-1,57703057	11 980,60	1,745	1,745	-0,895499	0,84950098	1 982,56	5 juin 2008
1,745	351,207	-0,350	-2,095	-0,255246	-2,00024598	11 950,02	1,745	1,745	-2,257469	-0,51246873	1 972,40	6 juin 2008
1,745	349,994	-0,345	-2,090	0,3569869	-1,38801315	11 992,68	1,745	1,745	-1,653234	0,09176638	1 974,21	9 juin 2008
1,745	350,750	0,216	-1,529	0,1588469	-1,5861531	12 011,73	1,745	1,745	-1,206557	0,53844323	1 984,84	10 juin 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	350,173	-0,165	-1,910	-0,077924	-1,82292383	12 002,37	1,745	1,745	-1,62761	0,11738981	1 987,17	11 juin 2008
1,745	349,572	-0,172	-1,917	0,9543115	-0,79068848	12 116,91	1,745	1,745	-1,476276	0,26872386	1 992,51	12 juin 2008
1,745	349,102	-0,134	-1,879	0,0905346	-1,65446537	12 127,88	1,745	1,745	-1,656669	0,0883308	1 994,27	13 juin 2008
1,745	352,276	0,909	-0,836	0,0560692	-1,68893084	12 134,68	1,745	1,745	-1,155311	0,58968946	2 006,03	16 juin 2008
1,745	354,501	0,632	-1,113	0,2388196	-1,50618035	12 163,66	1,745	1,745	-1,293362	0,45163831	2 015,09	17 juin 2008
1,745	353,819	-0,192	-1,937	-0,603437	-2,34843679	12 090,26	1,745	1,745	-2,400554	-0,65555385	2 001,88	18 juin 2008
1,745	352,934	-0,250	-1,995	-0,031099	-1,77609941	12 086,50	1,745	1,745	-2,161608	-0,41660839	1 993,54	19 juin 2008
1,745	353,709	0,220	-1,525	-0,047739	-1,79273921	12 080,73	1,745	1,745	-1,38584	0,35916009	2 000,70	20 juin 2008
1,745	353,270	-0,124	-1,869	-0,411482	-2,15648176	12 031,02	1,745	1,745	-2,304804	-0,55980407	1 989,50	23 juin 2008
1,745	354,992	0,487	-1,258	-0,103732	-1,84873185	12 018,54	1,745	1,745	-1,694736	0,05026389	1 990,50	24 juin 2008
1,745	355,942	0,268	-1,477	-0,270416	-2,01541554	11 986,04	1,745	1,745	-1,720383	0,02461693	1 990,99	25 juin 2008
1,745	356,295	0,099	-1,646	0,9970766	-0,7479234	12 105,55	1,745	1,745	-0,673674	1,07132633	2 012,32	26 juin 2008
1,745	355,539	-0,212	-1,957	0,4231117	-1,32188829	12 156,77	1,745	1,745	-1,353909	0,39109088	2 020,19	27 juin 2008
1,745	354,605	-0,263	-2,008	0,1626254	-1,58237457	12 176,54	1,745	1,745	-1,854891	-0,10989065	2 017,97	30 juin 2008
1,745	355,683	0,304	-1,441	-0,601484	-2,34648449	12 103,30	1,745	1,745	-1,888213	-0,14321323	2 015,08	1 juillet 2008
1,745	358,192	0,705	-1,040	0,0423851	-1,70261487	12 108,43	1,745	1,745	-1,786686	-0,04168569	2 014,24	2 juillet 2008
1,745	358,371	0,050	-1,695	0,1936667	-1,55133327	12 131,88	1,745	1,745	-1,946565	-0,20156486	2 010,18	3 juillet 2008
1,745	358,030	-0,095	-1,840	0,7099477	-1,03505232	12 218,01	1,745	1,745	-1,074911	0,67008925	2 023,65	7 juillet 2008
1,745	354,584	-0,962	-2,707	0,2758223	-1,46917767	12 251,71	1,745	1,745	-1,315578	0,42942208	2 032,34	8 juillet 2008
1,745	354,465	-0,034	-1,779	0,4416526	-1,30334737	12 305,82	1,745	1,745	-1,958055	-0,2130549	2 028,01	9 juillet 2008
1,745	358,694	1,193	-0,552	0,2985579	-1,44644208	12 342,56	1,745	1,745	-1,867287	-0,12228737	2 025,53	10 juillet 2008
1,745	360,043	0,376	-1,369	-0,210815	-1,95581526	12 316,54	1,745	1,745	-1,866943	-0,12194339	2 023,06	11 juillet 2008
1,745	359,601	-0,123	-1,868	0,0410018	-1,70399823	12 321,59	1,745	1,745	-1,305567	0,43943333	2 031,95	14 juillet 2008
1,745	361,777	0,605	-1,140	0,0435009	-1,70149912	12 326,95	1,745	1,745	-1,16034	0,58466006	2 043,83	15 juillet 2008
1,745	363,334	0,430	-1,315	-0,379494	-2,12449371	12 280,17	1,745	1,745	-1,768485	-0,02348532	2 043,35	16 juillet 2008
1,745	363,817	0,133	-1,612	-1,290373	-3,03537302	12 121,71	1,745	1,745	-2,802577	-1,05757702	2 021,74	17 juillet 2008
1,745	363,701	-0,032	-1,777	0,1216	-1,62339999	12 136,45	1,745	1,745	-1,596118	0,14888166	2 024,75	18 juillet 2008
1,745	363,678	-0,006	-1,751	0,7438749	-1,00112514	12 226,73	1,745	1,745	-0,46583	1,27917027	2 050,65	21 juillet 2008
1,745	363,457	-0,061	-1,806	-0,039258	-1,78425825	12 221,93	1,745	1,745	-1,311479	0,43352108	2 059,54	22 juillet 2008
1,745	363,789	0,091	-1,654	-0,22746	-1,97245998	12 194,13	1,745	1,745	-1,841138	-0,09613797	2 057,56	23 juillet 2008
1,745	364,559	0,212	-1,533	0,7357638	-1,00923615	12 283,85	1,745	1,745	-1,116586	0,62841424	2 070,49	24 juillet 2008
1,745	366,964	0,660	-1,085	0,3887218	-1,35627822	12 331,60	1,745	1,745	-1,298246	0,44675415	2 079,74	25 juillet 2008
1,745	367,133	0,046	-1,699	-0,181242	-1,92624169	12 309,25	1,745	1,745	-1,907039	-0,16203949	2 076,37	28 juillet 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	366,388	-0,203	-1,948	-0,250543	-1,99554329	12 278,41	1,745	1,745	-1,904894	-0,15989443	2 073,05	29 juillet 2008
1,745	365,920	-0,128	-1,873	0,2368385	-1,50816152	12 307,49	1,745	1,745	-1,720399	0,02460143	2 073,56	30 juillet 2008
1,745	367,154	0,337	-1,408	0,1705466	-1,57445345	12 328,48	1,745	1,745	-1,769113	-0,02411312	2 073,06	31 juillet 2008
1,745	366,179	-0,266	-2,011	-0,104636	-1,84963577	12 315,58	1,745	1,745	-1,850159	-0,10515856	2 070,88	1 août 2008
1,745	364,723	-0,398	-2,143	0,01559	-1,72940999	12 317,50	1,745	1,745	-1,637316	0,10768369	2 073,11	4 août 2008
1,745	364,554	-0,046	-1,791	0,8058453	-0,93915466	12 416,76	1,745	1,745	-0,972248	0,77275205	2 089,13	5 août 2008
1,745	365,155	0,165	-1,580	0,2316224	-1,51337758	12 445,52	1,745	1,745	-1,852222	-0,10722167	2 086,89	6 août 2008
1,745	368,166	0,825	-0,920	-0,034149	-1,77914883	12 441,27	1,745	1,745	-2,267787	-0,5227875	2 075,98	7 août 2008
1,745	368,398	0,063	-1,682	0,2415348	-1,50346517	12 471,32	1,745	1,745	-1,683342	0,06165763	2 077,26	8 août 2008
1,745	367,784	-0,167	-1,912	-0,059737	-1,80473706	12 463,87	1,745	1,745	-1,736816	0,00818386	2 077,43	11 août 2008
1,745	367,787	0,001	-1,744	-0,341948	-2,08694837	12 421,25	1,745	1,745	-2,133942	-0,38894211	2 069,35	12 août 2008
1,745	370,676	0,786	-0,959	-0,628198	-2,37319765	12 343,22	1,745	1,745	-2,232109	-0,48710948	2 059,27	13 août 2008
1,745	369,202	-0,398	-2,143	0,5218249	-1,22317506	12 407,63	1,745	1,745	-1,687213	0,05778747	2 060,46	14 août 2008
1,745	367,763	-0,390	-2,135	0,8296508	-0,91534921	12 510,57	1,745	1,745	-0,826273	0,91872689	2 079,39	15 août 2008
1,745	364,030	-1,015	-2,760	-0,072339	-1,81733883	12 501,52	1,745	1,745	-1,732496	0,01250367	2 079,65	18 août 2008
1,745	364,223	0,053	-1,692	-0,306923	-2,05192268	12 463,15	1,745	1,745	-1,997446	-0,25244633	2 074,40	19 août 2008
1,745	364,153	-0,019	-1,764	0,0912289	-1,65377106	12 474,52	1,745	1,745	-1,993265	-0,24826456	2 069,25	20 août 2008
1,745	362,125	-0,557	-2,302	0,0494608	-1,69553918	12 480,69	1,745	1,745	-1,987117	-0,24211671	2 064,24	21 août 2008
1,745	364,657	0,699	-1,046	-0,662463	-2,40746337	12 398,01	1,745	1,745	-2,63104	-0,88604038	2 045,95	22 août 2008
1,745	367,757	0,850	-0,895	0,2055169	-1,53948315	12 423,49	1,745	1,745	-1,641381	0,10361935	2 048,07	25 août 2008
1,745	369,471	0,466	-1,279	-0,055459	-1,80045946	12 416,60	1,745	1,745	-1,932005	-0,18700533	2 044,24	26 août 2008
1,745	368,707	-0,207	-1,952	0,2058535	-1,53914655	12 442,16	1,745	1,745	-2,116776	-0,37177631	2 036,64	27 août 2008
1,745	368,762	0,015	-1,730	0,5852682	-1,15973185	12 514,98	1,745	1,745	-0,952518	0,79248173	2 052,78	28 août 2008
1,745	368,224	-0,146	-1,891	0,3284064	-1,41659356	12 556,08	1,745	1,745	-0,73515	1,00985006	2 073,51	29 août 2008
1,745	369,528	0,354	-1,391	0,2111328	-1,53386723	12 582,59	1,745	1,745	-1,67073	0,0742702	2 075,05	2 septembre 2008
1,745	368,974	-0,150	-1,895	-0,043234	-1,78823434	12 577,15	1,745	1,745	-1,628858	0,11614178	2 077,46	3 septembre 2008
1,745	370,504	0,415	-1,330	-0,073308	-1,81830755	12 567,93	1,745	1,745	-2,063658	-0,31865836	2 070,84	4 septembre 2008
1,745	372,987	0,670	-1,075	-0,019096	-1,76409622	12 565,53	1,745	1,745	-1,317637	0,42736281	2 079,69	5 septembre 2008
1,745	370,488	-0,670	-2,415	-0,703273	-2,44827316	12 477,16	1,745	1,745	-2,171987	-0,42698671	2 070,81	8 septembre 2008
1,745	368,277	-0,597	-2,342	0,4539495	-1,29105054	12 533,80	1,745	1,745	-1,115778	0,62922238	2 083,84	9 septembre 2008
1,745	368,415	0,037	-1,708	0,7018622	-1,04313784	12 621,77	1,745	1,745	-0,884089	0,86091063	2 101,78	10 septembre 2008
1,745	370,345	0,524	-1,221	-0,944479	-2,68947926	12 502,56	1,745	1,745	-2,662318	-0,9173177	2 082,50	11 septembre 2008
1,745	371,202	0,231	-1,514	-0,124295	-1,86929454	12 487,02	1,745	1,745	-2,089778	-0,34477791	2 075,32	12 septembre 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	374,725	0,949	-0,796	0,0301113	-1,71488873	12 490,78	1,745	1,745	-1,707897	0,03710271	2 076,09	15 septembre 2008
1,745	375,328	0,161	-1,584	0,2604321	-1,48456791	12 523,31	1,745	1,745	-1,151095	0,59390489	2 088,42	16 septembre 2008
1,745	374,655	-0,179	-1,924	0,7855751	-0,95942494	12 621,69	1,745	1,745	-1,23696	0,50803957	2 099,03	17 septembre 2008
1,745	376,038	0,369	-1,376	0,411191	-1,33309003	12 673,68	1,745	1,745	-0,977979	0,76702096	2 115,13	18 septembre 2008
1,745	377,109	0,285	-1,460	-0,159307	-1,90430653	12 653,49	1,745	1,745	-1,726561	0,01843858	2 115,52	19 septembre 2008
1,745	375,746	-0,361	-2,106	0,0651994	-1,6798006	12 661,74	1,745	1,745	-1,878301	-0,13330056	2 112,70	22 septembre 2008
1,745	375,033	-0,190	-1,935	0,036093	-1,70890701	12 666,31	1,745	1,745	-1,492716	0,25228381	2 118,03	23 septembre 2008
1,745	372,910	-0,566	-2,311	0,0044212	-1,74057882	12 666,87	1,745	1,745	-1,739334	0,00566564	2 118,15	24 septembre 2008
1,745	375,528	0,702	-1,043	-0,230838	-1,9758384	12 637,63	1,745	1,745	-1,788434	-0,04343413	2 117,23	25 septembre 2008
1,745	379,739	1,121	-0,624	-0,449451	-2,19445136	12 580,83	1,745	1,745	-2,111517	-0,36651663	2 109,47	26 septembre 2008
1,745	381,131	0,367	-1,378	-0,224786	-1,96978644	12 552,55	1,745	1,745	-2,250814	-0,50581426	2 098,80	29 septembre 2008
1,745	380,688	-0,116	-1,861	0,8149738	-0,93002615	12 654,85	1,745	1,745	-1,0122	0,7327997	2 114,18	30 septembre 2008
1,745	381,359	0,176	-1,569	0,6875625	-1,05743752	12 741,86	1,745	1,745	-0,73326	1,01173978	2 135,57	1 octobre 2008
1,745	381,487	0,034	-1,711	0,1816846	-1,56331538	12 765,01	1,745	1,745	-1,468259	0,2767411	2 141,48	2 octobre 2008
1,745	380,166	-0,346	-2,091	0,0200548	-1,72494518	12 767,57	1,745	1,745	-1,860808	-0,11580776	2 139,00	3 octobre 2008
1,745	380,730	0,148	-1,597	0,1493628	-1,5956372	12 786,64	1,745	1,745	-1,668329	0,07667134	2 140,64	6 octobre 2008
1,745	381,292	0,148	-1,597	-0,377191	-2,12219057	12 738,41	1,745	1,745	-1,889349	-0,14434935	2 137,55	7 octobre 2008
1,745	381,930	0,167	-1,578	-0,411276	-2,15627582	12 686,02	1,745	1,745	-1,508748	0,23625178	2 142,60	8 octobre 2008
1,745	372,260	-2,532	-4,277	-0,303799	-2,04879899	12 647,48	1,745	1,745	-1,542442	0,20255764	2 146,94	9 octobre 2008
1,745	368,777	-0,936	-2,681	-0,12034	-1,86534018	12 632,26	1,745	1,745	-1,559154	0,1858459	2 150,93	10 octobre 2008
1,745	366,302	-0,671	-2,416	-3,293314	-5,0383141	12 216,24	1,745	1,745	-4,629799	-2,88479867	2 088,88	13 octobre 2008
1,745	363,538	-0,755	-2,500	0,4288554	-1,31614464	12 268,63	1,745	1,745	-2,222768	-0,47776799	2 078,90	14 octobre 2008
1,745	357,308	-1,714	-3,459	-0,279493	-2,02449331	12 234,34	1,745	1,745	-2,441522	-0,6965222	2 064,42	15 octobre 2008
1,745	362,599	1,481	-0,264	-0,982807	-2,72780741	12 114,10	1,745	1,745	-2,609165	-0,86416524	2 046,58	16 octobre 2008
1,745	363,230	0,174	-1,571	-0,525751	-2,27075098	12 050,41	1,745	1,745	-3,279756	-1,53475554	2 015,17	17 octobre 2008
1,745	366,768	0,974	-0,771	1,304354	-0,44064604	12 207,59	1,745	1,745	-0,202202	1,54279788	2 046,26	20 octobre 2008
1,745	367,384	0,168	-1,577	-0,124021	-1,8690212	12 192,45	1,745	1,745	-1,487457	0,25754303	2 051,53	21 octobre 2008
1,745	368,771	0,378	-1,367	0,5597726	-1,18522735	12 260,70	1,745	1,745	-0,915375	0,82962472	2 068,55	22 octobre 2008
1,745	363,805	-1,347	-3,092	0,1273989	-1,61760107	12 276,32	1,745	1,745	-1,693756	0,05124362	2 069,61	23 octobre 2008
1,745	360,212	-0,988	-2,733	0,3445658	-1,4004342	12 318,62	1,745	1,745	-1,172912	0,57208846	2 081,45	24 octobre 2008
1,745	364,030	1,060	-0,685	-1,969864	-3,71486351	12 075,96	1,745	1,745	-3,041692	-1,29669221	2 054,46	27 octobre 2008
1,745	363,632	-0,109	-1,854	0,4756558	-1,26934423	12 133,40	1,745	1,745	-2,281881	-0,53688074	2 043,43	28 octobre 2008
1,745	367,818	1,151	-0,594	0,2165922	-1,52840778	12 159,68	1,745	1,745	-0,928725	0,8162746	2 060,11	29 octobre 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	370,343	0,686	-1,059	-0,405192	-2,15019158	12 110,41	1,745	1,745	-1,800337	-0,05533685	2 058,97	30 octobre 2008
1,745	374,177	1,035	-0,710	0,9558718	-0,78912815	12 226,17	1,745	1,745	-0,653678	1,09132236	2 081,44	31 octobre 2008
1,745	377,471	0,880	-0,865	0,5065364	-1,23846361	12 288,10	1,745	1,745	-1,109863	0,63513721	2 094,66	3 novembre 2008
1,745	377,990	0,137	-1,608	1,2973527	-0,44764728	12 447,52	1,745	1,745	-0,518548	1,22645203	2 120,35	4 novembre 2008
1,745	377,647	-0,091	-1,836	0,1094194	-1,63558061	12 461,14	1,745	1,745	-1,20641	0,53859033	2 131,77	5 novembre 2008
1,745	376,015	-0,432	-2,177	0,1594557	-1,58554428	12 481,01	1,745	1,745	-1,561115	0,18388475	2 135,69	6 novembre 2008
1,745	373,915	-0,558	-2,303	-0,095665	-1,84066533	12 469,07	1,745	1,745	-1,610617	0,1343828	2 138,56	7 novembre 2008
1,745	375,551	0,438	-1,307	-0,575664	-2,32066442	12 397,29	1,745	1,745	-2,185483	-0,44048332	2 129,14	10 novembre 2008
1,745	375,300	-0,067	-1,812	-0,781864	-2,52686442	12 300,36	1,745	1,745	-2,330682	-0,58568248	2 116,67	11 novembre 2008
1,745	376,176	0,233	-1,512	0,3934031	-1,35159688	12 348,75	1,745	1,745	-1,200749	0,54425111	2 128,19	12 novembre 2008
1,745	379,709	0,939	-0,806	0,0453487	-1,69965128	12 354,35	1,745	1,745	-1,835687	-0,09068739	2 126,26	13 novembre 2008
1,745	381,370	0,437	-1,308	0,2262361	-1,5187639	12 382,30	1,745	1,745	-1,448705	0,2962949	2 132,56	14 novembre 2008
1,745	382,428	0,277	-1,468	1,0337336	-0,71126636	12 510,30	1,745	1,745	-0,908916	0,83608433	2 150,39	17 novembre 2008
1,745	382,345	-0,022	-1,767	0,1578699	-1,58713008	12 530,05	1,745	1,745	-1,107441	0,63755877	2 164,10	18 novembre 2008
1,745	382,265	-0,021	-1,766	0,2406215	-1,50437845	12 560,20	1,745	1,745	-1,356848	0,38815212	2 172,50	19 novembre 2008
1,745	384,441	0,569	-1,176	0,0711772	-1,67382279	12 569,14	1,745	1,745	-1,71462	0,03037975	2 173,16	20 novembre 2008
1,745	383,294	-0,298	-2,043	0,0374727	-1,70752727	12 573,85	1,745	1,745	-1,199251	0,54574905	2 185,02	21 novembre 2008
1,745	384,359	0,278	-1,467	-0,709647	-2,4546474	12 484,62	1,745	1,745	-2,076805	-0,33180474	2 177,77	24 novembre 2008
1,745	385,614	0,327	-1,418	0,5473935	-1,19760649	12 552,96	1,745	1,745	-1,189386	0,55561423	2 189,87	25 novembre 2008
1,745	390,095	1,162	-0,583	0,4713629	-1,27363707	12 612,13	1,745	1,745	-1,334017	0,4109833	2 198,87	26 novembre 2008
1,745	390,656	0,144	-1,601	0,858935	-0,88606499	12 720,46	1,745	1,745	-0,788145	0,95685511	2 219,91	28 novembre 2008
1,745	390,924	0,069	-1,676	0,4133498	-1,33165017	12 773,04	1,745	1,745	-1,560758	0,1842417	2 224,00	1 décembre 2008
1,745	389,078	-0,472	-2,217	0,2411329	-1,50386711	12 803,84	1,745	1,745	-1,886637	-0,14163669	2 220,85	2 décembre 2008
1,745	392,668	0,923	-0,822	0,0374107	-1,70758935	12 808,63	1,745	1,745	-2,118281	-0,3732805	2 212,56	3 décembre 2008
1,745	391,946	-0,184	-1,929	1,1972397	-0,54776033	12 961,98	1,745	1,745	-0,858244	0,88675561	2 232,18	4 décembre 2008
1,745	391,217	-0,186	-1,931	-0,328499	-2,0734992	12 919,40	1,745	1,745	-1,802343	-0,05734305	2 230,90	5 décembre 2008
1,745	393,825	0,667	-1,078	0,2673499	-1,47765012	12 953,94	1,745	1,745	-1,866027	-0,12102739	2 228,20	8 décembre 2008
1,745	393,397	-0,109	-1,854	1,0494876	-0,69551235	13 089,89	1,745	1,745	-1,099636	0,64536397	2 242,58	9 décembre 2008
1,745	392,758	-0,162	-1,907	0,1192523	-1,62574766	13 105,50	1,745	1,745	-1,754364	-0,00936421	2 242,37	10 décembre 2008
1,745	391,144	-0,411	-2,156	0,1178131	-1,62718687	13 120,94	1,745	1,745	-1,806988	-0,06198799	2 240,98	11 décembre 2008
1,745	390,675	-0,120	-1,865	-0,44227	-2,18727014	13 062,91	1,745	1,745	-2,337152	-0,59215165	2 227,71	12 décembre 2008
1,745	393,135	0,630	-1,115	0,5605948	-1,18440516	13 136,14	1,745	1,745	-1,779116	-0,03411575	2 226,95	15 décembre 2008
1,745	394,435	0,331	-1,414	0,5765773	-1,16842271	13 211,88	1,745	1,745	-1,070984	0,67401603	2 241,96	16 décembre 2008

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	396,449	0,511	-1,234	0,2232839	-1,52171611	13 241,38	1,745	1,745	-1,361407	0,38359293	2 250,56	17 décembre 2008
1,745	398,399	0,492	-1,253	0,1755104	-1,56948959	13 264,62	1,745	1,745	-1,166922	0,57807834	2 263,57	18 décembre 2008
1,745	396,073	-0,584	-2,329	0,3645035	-1,38049653	13 312,97	1,745	1,745	-1,413665	0,33133502	2 271,07	19 décembre 2008
1,745	397,711	0,414	-1,331	-0,029295	-1,77429474	13 309,07	1,745	1,745	-2,139528	-0,39452769	2 262,11	22 décembre 2008
1,745	393,462	-1,068	-2,813	0,4042356	-1,34076439	13 362,87	1,745	1,745	-1,393116	0,35188386	2 270,07	23 décembre 2008
1,745	395,480	0,513	-1,232	-1,105601	-2,85060082	13 215,13	1,745	1,745	-2,978883	-1,23388266	2 242,06	24 décembre 2008
1,745	395,578	0,025	-1,720	0,8406274	-0,90437263	13 326,22	1,745	1,745	-1,06393	0,68107009	2 257,33	26 décembre 2008
1,745	395,665	0,022	-1,723	0,1542823	-1,59071769	13 346,78	1,745	1,745	-1,785756	-0,04075611	2 256,41	29 décembre 2008
1,745	396,911	0,315	-1,430	0,27767	-1,46733003	13 383,84	1,745	1,745	-1,826102	-0,08110228	2 254,58	30 décembre 2008
1,745	396,253	-0,166	-1,911	0,7747403	-0,97025972	13 487,53	1,745	1,745	-1,500609	0,24439142	2 260,09	31 décembre 2008
1,745	398,429	0,549	-1,196	-0,080148	-1,82514811	13 476,72	1,745	1,745	-1,596776	0,14822419	2 263,44	2 janvier 2009
1,745	398,892	0,116	-1,629	0,5922064	-1,15279359	13 556,53	1,745	1,745	-1,025299	0,71970099	2 279,73	5 janvier 2009
1,745	399,392	0,125	-1,620	-0,100689	-1,84568948	13 542,88	1,745	1,745	-1,399345	0,34565497	2 287,61	6 janvier 2009
1,745	400,589	0,300	-1,445	-0,021635	-1,76663498	13 539,95	1,745	1,745	-1,805762	-0,06076211	2 286,22	7 janvier 2009
1,745	396,613	-0,993	-2,738	-0,105613	-1,85061339	13 525,65	1,745	1,745	-1,55123	0,19376963	2 290,65	8 janvier 2009
1,745	397,217	0,152	-1,593	-0,624887	-2,36988679	13 441,13	1,745	1,745	-2,727691	-0,9826905	2 268,14	9 janvier 2009
1,745	397,734	0,130	-1,615	0,4921461	-1,25285388	13 507,28	1,745	1,745	-1,338059	0,40694137	2 277,37	12 janvier 2009
1,745	398,701	0,243	-1,502	0,104092	-1,64090798	13 521,34	1,745	1,745	-1,525888	0,2191124	2 282,36	13 janvier 2009
1,745	399,120	0,105	-1,640	0,8263974	-0,91860262	13 633,08	1,745	1,745	-1,344975	0,40002454	2 291,49	14 janvier 2009
1,745	401,520	0,601	-1,144	-0,039903	-1,78490294	13 627,64	1,745	1,745	-1,089095	0,65590511	2 306,52	15 janvier 2009
1,745	403,990	0,615	-1,130	0,29697	-1,44803002	13 668,11	1,745	1,745	-1,089901	0,65509946	2 321,63	16 janvier 2009
1,745	405,188	0,297	-1,448	0,0600668	-1,68493317	13 676,32	1,745	1,745	-1,354757	0,39024306	2 330,69	20 janvier 2009
1,745	403,983	-0,297	-2,042	-0,591241	-2,33624092	13 595,46	1,745	1,745	-2,014877	-0,26987716	2 324,40	21 janvier 2009
1,745	399,771	-1,043	-2,788	-0,954657	-2,69965692	13 465,67	1,745	1,745	-2,845929	-1,10092927	2 298,81	22 janvier 2009
1,745	394,412	-1,341	-3,086	-1,477387	-3,22238657	13 266,73	1,745	1,745	-3,191401	-1,44640053	2 265,56	23 janvier 2009
1,745	394,234	-0,045	-1,790	1,1883863	-0,55661371	13 424,39	1,745	1,745	-1,519449	0,2255513	2 270,67	26 janvier 2009
1,745	395,713	0,375	-1,370	0,004246	-1,740754	13 424,96	1,745	1,745	-1,382112	0,36288849	2 278,91	27 janvier 2009
1,745	392,702	-0,761	-2,506	-0,967973	-2,71297309	13 295,01	1,745	1,745	-2,567323	-0,82232295	2 260,17	28 janvier 2009
1,745	395,326	0,668	-1,077	1,4091001	-0,33589989	13 482,35	1,745	1,745	-0,929575	0,81542539	2 278,60	29 janvier 2009
1,745	399,147	0,967	-0,778	0,5293588	-1,21564125	13 553,72	1,745	1,745	-0,596927	1,14807338	2 304,76	30 janvier 2009
1,745	403,249	1,028	-0,717	0,6327414	-1,11225858	13 639,48	1,745	1,745	-0,646404	1,09859595	2 330,08	2 février 2009
1,745	403,719	0,117	-1,628	-0,194289	-1,93928893	13 612,98	1,745	1,745	-1,578911	0,16608872	2 333,95	3 février 2009
1,745	403,821	0,025	-1,720	0,1648427	-1,58015733	13 635,42	1,745	1,745	-1,803699	-0,05869877	2 332,58	4 février 2009

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	401,955	-0,462	-2,207	-1,070741	-2,81574076	13 489,42	1,745	1,745	-2,44294	-0,69793962	2 316,30	5 février 2009
1,745	401,844	-0,028	-1,773	0,4182537	-1,32674629	13 545,84	1,745	1,745	-1,403939	0,34106118	2 324,20	6 février 2009
1,745	398,978	-0,713	-2,458	-1,370015	-3,11501471	13 360,26	1,745	1,745	-2,372313	-0,62731262	2 309,62	9 février 2009
1,745	397,695	-0,322	-2,067	-0,061451	-1,8064509	13 352,05	1,745	1,745	-2,067997	-0,32299686	2 302,16	10 février 2009
1,745	396,196	-0,377	-2,122	-0,107774	-1,85277371	13 337,66	1,745	1,745	-2,164606	-0,41960594	2 292,50	11 février 2009
1,745	396,068	-0,032	-1,777	0,6753059	-1,06969414	13 427,73	1,745	1,745	-1,441838	0,30316249	2 299,45	12 février 2009
1,745	398,313	0,567	-1,178	-0,040588	-1,78558765	13 422,28	1,745	1,745	-1,237052	0,50794755	2 311,13	13 février 2009
1,745	399,787	0,370	-1,375	-0,101771	-1,84677109	13 408,62	1,745	1,745	-1,358176	0,38682376	2 320,07	17 février 2009
1,745	403,531	0,936	-0,809	0,9457349	-0,79926509	13 535,43	1,745	1,745	-0,671325	1,0736745	2 344,98	18 février 2009
1,745	405,790	0,560	-1,185	0,3093363	-1,43566369	13 577,30	1,745	1,745	-1,270796	0,47420447	2 356,10	19 février 2009
1,745	406,703	0,225	-1,520	-0,084406	-1,82940559	13 565,84	1,745	1,745	-1,497557	0,24744281	2 361,93	20 février 2009
1,745	406,052	-0,160	-1,905	0,3379076	-1,40709243	13 611,68	1,745	1,745	-1,185288	0,55971176	2 375,15	23 février 2009
1,745	407,964	0,471	-1,274	0,2813025	-1,46369747	13 649,97	1,745	1,745	-1,296607	0,44839273	2 385,80	24 février 2009
1,745	409,419	0,357	-1,388	-1,086229	-2,83122949	13 501,70	1,745	1,745	-2,352763	-0,6077626	2 371,30	25 février 2009
1,745	406,400	-0,737	-2,482	0,5641512	-1,18084882	13 577,87	1,745	1,745	-1,702829	0,04217096	2 372,30	26 février 2009
1,745	406,811	0,101	-1,644	2,0906077	0,34560773	13 861,73	1,745	1,745	-0,114936	1,63006365	2 410,97	27 février 2009
1,745	412,162	1,315	-0,430	0,3283861	-1,41661386	13 907,25	1,745	1,745	-1,239394	0,50560563	2 423,16	2 mars 2009
1,745	414,661	0,606	-1,139	0,3144403	-1,43055969	13 950,98	1,745	1,745	-2,035117	-0,29011704	2 416,13	3 mars 2009
1,745	414,289	-0,090	-1,835	0,1474448	-1,59755516	13 971,55	1,745	1,745	-1,90476	-0,15975962	2 412,27	4 mars 2009
1,745	413,786	-0,121	-1,866	-0,381704	-2,12670425	13 918,22	1,745	1,745	-2,102754	-0,35775431	2 403,64	5 mars 2009
1,745	411,713	-0,501	-2,246	0,5905209	-1,15447909	14 000,41	1,745	1,745	-0,912513	0,83248739	2 423,65	6 mars 2009
1,745	414,617	0,705	-1,040	-1,066612	-2,81161162	13 851,08	1,745	1,745	-2,180294	-0,43529387	2 413,10	9 mars 2009
1,745	411,977	-0,637	-2,382	0,6666628	-1,07833718	13 943,42	1,745	1,745	-1,504645	0,24035473	2 418,90	10 mars 2009
1,745	413,218	0,301	-1,444	-1,624207	-3,36920697	13 716,95	1,745	1,745	-3,053859	-1,3088594	2 387,24	11 mars 2009
1,745	407,753	-1,323	-3,068	0,4966119	-1,24838814	13 785,07	1,745	1,745	-2,132477	-0,38747675	2 377,99	12 mars 2009
1,745	405,649	-0,516	-2,261	-2,259691	-4,0046911	13 473,57	1,745	1,745	-3,836262	-2,09126195	2 328,26	13 mars 2009
1,745	396,664	-2,215	-3,960	-1,544505	-3,28950528	13 265,47	1,745	1,745	-3,557942	-1,81294185	2 286,05	16 mars 2009
1,745	390,071	-1,662	-3,407	0,6998621	-1,04513788	13 358,31	1,745	1,745	-0,952804	0,79219615	2 304,16	17 mars 2009
1,745	392,353	0,585	-1,160	-1,095348	-2,84034814	13 211,99	1,745	1,745	-1,861311	-0,11631137	2 301,48	18 mars 2009
1,745	393,344	0,253	-1,492	1,1382086	-0,60679145	13 362,37	1,745	1,745	-2,315502	-0,57050246	2 288,35	19 mars 2009
1,745	389,873	-0,882	-2,627	0,7555546	-0,98944541	13 463,33	1,745	1,745	-1,180401	0,56459895	2 301,27	20 mars 2009
1,745	392,021	0,551	-1,194	-2,09027	-3,83527039	13 181,91	1,745	1,745	-3,177687	-1,43268717	2 268,30	23 mars 2009
1,745	386,864	-1,315	-3,060	2,17624	0,43124001	13 468,78	1,745	1,745	-1,345141	0,39985893	2 277,37	24 mars 2009

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	388,895	0,525	-1,220	0,263721	-1,48127901	13 504,30	1,745	1,745	-1,266817	0,47818317	2 288,26	25 mars 2009
1,745	391,187	0,589	-1,156	1,1371193	-0,60788071	13 657,86	1,745	1,745	-0,068617	1,67638293	2 326,62	26 mars 2009
1,745	398,045	1,753	0,008	-2,834851	-4,57985114	13 270,68	1,745	1,745	-3,718679	-1,97367856	2 280,70	27 mars 2009
1,745	389,715	-2,093	-3,838	-0,234653	-1,97965263	13 239,54	1,745	1,745	-2,943316	-1,19831631	2 253,37	30 mars 2009
1,745	383,151	-1,684	-3,429	-0,022735	-1,76773493	13 236,53	1,745	1,745	-1,294564	0,45043646	2 263,52	31 mars 2009
1,745	385,348	0,573	-1,172	-1,568462	-3,31346243	13 028,92	1,745	1,745	-3,099969	-1,35496925	2 232,85	1 avril 2009
1,745	379,809	-1,437	-3,182	-1,285218	-3,03021781	12 861,47	1,745	1,745	-3,48896	-1,74395951	2 193,91	2 avril 2009
1,745	373,767	-1,591	-3,336	-0,121992	-1,86699228	12 845,78	1,745	1,745	-3,652553	-1,90755318	2 152,06	3 avril 2009
1,745	366,988	-1,814	-3,559	1,8161606	0,07116064	13 079,08	1,745	1,745	-0,500611	1,2443891	2 178,84	6 avril 2009
1,745	372,661	1,546	-0,199	0,3231879	-1,42181213	13 121,35	1,745	1,745	-0,68618	1,05882029	2 201,91	7 avril 2009
1,745	375,991	0,894	-0,851	-0,232369	-1,97736938	13 090,86	1,745	1,745	-1,655532	0,08946778	2 203,88	8 avril 2009
1,745	377,252	0,335	-1,410	1,1097056	-0,63529445	13 236,13	1,745	1,745	-0,299368	1,44563225	2 235,74	9 avril 2009
1,745	382,318	1,343	-0,402	-0,001889	-1,74688877	13 235,88	1,745	1,745	-1,161748	0,58325208	2 248,78	13 avril 2009
1,745	384,826	0,656	-1,089	1,0803211	-0,66467893	13 378,87	1,745	1,745	-0,695097	1,04990261	2 272,39	14 avril 2009
1,745	387,824	0,779	-0,966	-0,424102	-2,16910159	13 322,13	1,745	1,745	-1,924547	-0,17954664	2 268,31	15 avril 2009
1,745	387,564	-0,067	-1,812	-2,103868	-3,84886777	13 041,85	1,745	1,745	-3,455965	-1,71096543	2 229,50	16 avril 2009
1,745	381,003	-1,693	-3,438	1,8972768	0,15227684	13 289,29	1,745	1,745	-0,393127	1,35187262	2 259,64	17 avril 2009
1,745	384,563	0,934	-0,811	-0,380457	-2,12545674	13 238,73	1,745	1,745	-1,32989	0,41511037	2 269,02	20 avril 2009
1,745	385,820	0,327	-1,418	0,8989533	-0,8460467	13 357,74	1,745	1,745	-0,252285	1,49271492	2 302,89	21 avril 2009
1,745	391,494	1,471	-0,274	0,6821513	-1,06284868	13 448,86	1,745	1,745	-0,922555	0,82244484	2 321,83	22 avril 2009
1,745	391,908	0,106	-1,639	-1,066187	-2,81118702	13 305,47	1,745	1,745	-2,526711	-0,78171098	2 303,68	23 avril 2009
1,745	394,195	0,584	-1,161	0,4350091	-1,30999094	13 363,35	1,745	1,745	-1,008353	0,73664745	2 320,65	24 avril 2009
1,745	390,164	-1,023	-2,768	-1,870564	-3,61556389	13 113,38	1,745	1,745	-2,996804	-1,25180445	2 291,60	27 avril 2009
1,745	392,114	0,500	-1,245	0,1103453	-1,63465469	13 127,85	1,745	1,745	-2,349818	-0,60481759	2 277,74	28 avril 2009
1,745	387,260	-1,238	-2,983	1,3752442	-0,36975577	13 308,39	1,745	1,745	-0,308049	1,43695066	2 310,47	29 avril 2009
1,745	384,782	-0,640	-2,385	-0,125785	-1,87078531	13 291,65	1,745	1,745	-1,456747	0,28825304	2 317,13	30 avril 2009
1,745	390,125	1,389	-0,356	1,0023586	-0,74264138	13 424,88	1,745	1,745	-1,361767	0,38323271	2 326,01	1 mai 2009
1,745	391,111	0,253	-1,492	0,1313978	-1,61360218	13 442,52	1,745	1,745	-1,639239	0,10576051	2 328,47	4 mai 2009
1,745	393,647	0,648	-1,097	-0,290868	-2,03586808	13 403,42	1,745	1,745	-2,474664	-0,72966368	2 311,48	5 mai 2009
1,745	393,338	-0,078	-1,823	2,5065991	0,76159906	13 739,39	1,745	1,745	0,1524856	1,89748559	2 355,34	6 mai 2009
1,745	390,214	-0,794	-2,539	0,5543914	-1,19060858	13 815,56	1,745	1,745	-0,304868	1,44013179	2 389,26	7 mai 2009
1,745	396,299	1,559	-0,186	-0,353659	-2,09865921	13 766,70	1,745	1,745	-1,542427	0,20257318	2 394,10	8 mai 2009
1,745	404,474	2,063	0,318	0,3885463	-1,35645373	13 820,19	1,745	1,745	-1,321041	0,4239589	2 404,25	11 mai 2009

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	404,781	0,076	-1,669	-0,442324	-2,18732388	13 759,06	1,745	1,745	-1,740841	0,0041593	2 404,35	12 mai 2009
1,745	405,981	0,296	-1,449	0,1423789	-1,60262109	13 778,65	1,745	1,745	-1,856049	-0,11104872	2 401,68	13 mai 2009
1,745	405,944	-0,009	-1,754	0,7221317	-1,0228683	13 878,15	1,745	1,745	-1,365682	0,37931781	2 410,79	14 mai 2009
1,745	405,310	-0,156	-1,901	0,2506818	-1,49431817	13 912,94	1,745	1,745	-0,973883	0,77111652	2 429,38	15 mai 2009
1,745	407,250	0,479	-1,266	-0,124417	-1,86941655	13 895,63	1,745	1,745	-1,631802	0,11319761	2 432,13	18 mai 2009
1,745	411,338	1,004	-0,741	1,3811536	-0,36384636	14 087,55	1,745	1,745	-0,859768	0,88523229	2 453,66	19 mai 2009
1,745	411,923	0,142	-1,603	-0,285642	-2,03064229	14 047,31	1,745	1,745	-1,853002	-0,10800192	2 451,01	20 mai 2009
1,745	415,896	0,965	-0,780	-0,564236	-2,30923614	13 968,05	1,745	1,745	-2,270498	-0,52549765	2 438,13	21 mai 2009
1,745	417,091	0,287	-1,458	0,0448166	-1,70018344	13 974,31	1,745	1,745	-1,754433	-0,00943346	2 437,90	22 mai 2009
1,745	416,267	-0,198	-1,943	0,6562041	-1,08879587	14 066,01	1,745	1,745	-0,794182	0,95081833	2 461,08	26 mai 2009
1,745	416,072	-0,047	-1,792	-0,158396	-1,90339602	14 043,73	1,745	1,745	-2,13873	-0,39372958	2 451,39	27 mai 2009
1,745	420,193	0,990	-0,755	0,8601703	-0,88482966	14 164,53	1,745	1,745	-0,945454	0,79954638	2 470,99	28 mai 2009
1,745	418,401	-0,426	-2,171	-0,606021	-2,35102081	14 078,69	1,745	1,745	-1,400199	0,34480107	2 479,51	29 mai 2009
1,745	421,516	0,745	-1,000	-0,451533	-2,19653349	14 015,12	1,745	1,745	-1,470349	0,27465104	2 486,32	1 juin 2009
1,745	422,565	0,249	-1,496	0,5562564	-1,18874361	14 093,08	1,745	1,745	-1,587739	0,15726053	2 490,23	2 juin 2009
1,745	424,308	0,412	-1,333	-0,76832	-2,51332034	13 984,80	1,745	1,745	-2,079909	-0,33490882	2 481,89	3 juin 2009
1,745	423,877	-0,102	-1,847	-0,513844	-2,2588436	13 912,94	1,745	1,745	-2,556075	-0,81107543	2 461,76	4 juin 2009
1,745	421,999	-0,443	-2,188	-0,146626	-1,89162609	13 892,54	1,745	1,745	-1,372096	0,37290394	2 470,94	5 juin 2009
1,745	417,607	-1,041	-2,786	-0,025769	-1,77076923	13 888,96	1,745	1,745	-1,371863	0,37313735	2 480,16	8 juin 2009
1,745	418,980	0,329	-1,416	-2,641954	-4,38695447	13 522,02	1,745	1,745	-3,612621	-1,86762144	2 433,84	9 juin 2009
1,745	419,528	0,131	-1,614	0,3324207	-1,41257925	13 566,97	1,745	1,745	-2,616873	-0,87187325	2 412,62	10 juin 2009
1,745	412,586	-1,655	-3,400	0,8053383	-0,93966174	13 676,23	1,745	1,745	-0,414911	1,33008928	2 444,71	11 juin 2009
1,745	408,685	-0,945	-2,690	-0,007166	-1,75216572	13 675,25	1,745	1,745	-1,974066	-0,22906602	2 439,11	12 juin 2009
1,745	414,139	1,335	-0,410	-0,024351	-1,76935056	13 671,92	1,745	1,745	-1,241948	0,50305234	2 451,38	15 juin 2009
1,745	412,757	-0,334	-2,079	0,9858162	-0,75918382	13 806,70	1,745	1,745	-0,391477	1,35352332	2 484,56	16 juin 2009
1,745	415,141	0,578	-1,167	0,4603562	-1,2846438	13 870,26	1,745	1,745	-0,827332	0,91766751	2 507,36	17 juin 2009
1,745	421,420	1,512	-0,233	-0,56084	-2,30584024	13 792,47	1,745	1,745	-2,578546	-0,83354604	2 486,46	18 juin 2009
1,745	425,462	0,959	-0,786	0,9972108	-0,7477892	13 930,01	1,745	1,745	-0,610857	1,13414252	2 514,66	19 juin 2009
1,745	423,260	-0,518	-2,263	-2,599711	-4,34471098	13 567,87	1,745	1,745	-3,37186	-1,62686009	2 473,75	22 juin 2009
1,745	427,634	1,033	-0,712	0,2006947	-1,54430527	13 595,10	1,745	1,745	-1,658492	0,08650834	2 475,89	23 juin 2009
1,745	420,710	-1,619	-3,364	-0,380284	-2,12528407	13 543,40	1,745	1,745	-2,337918	-0,5929181	2 461,21	24 juin 2009
1,745	418,687	-0,481	-2,226	0,8678766	-0,8771234	13 660,94	1,745	1,745	-0,477737	1,26726285	2 492,40	25 juin 2009
1,745	415,049	-0,869	-2,614	-2,641985	-4,3869851	13 300,02	1,745	1,745	-3,085876	-1,34087626	2 458,98	26 juin 2009

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	419,515	1,076	-0,669	-0,253609	-1,99860864	13 266,29	1,745	1,745	-2,010151	-0,26515059	2 452,46	29 juin 2009
1,745	414,655	-1,158	-2,903	-1,685098	-3,43009809	13 042,74	1,745	1,745	-3,186002	-1,4410021	2 417,12	30 juin 2009
1,745	411,806	-0,687	-2,432	-0,423147	-2,16814728	12 987,55	1,745	1,745	-3,909559	-2,16455948	2 364,80	1 juillet 2009
1,745	406,476	-1,294	-3,039	2,4603563	0,71535626	13 307,09	1,745	1,745	-0,179963	1,56503721	2 401,81	2 juillet 2009
1,745	399,910	-1,615	-3,360	-0,571725	-2,3167253	13 231,01	1,745	1,745	-1,474787	0,27021288	2 408,30	6 juillet 2009
1,745	405,977	1,517	-0,228	-0,914216	-2,65921592	13 110,05	1,745	1,745	-2,952491	-1,20749076	2 379,22	7 juillet 2009
1,745	408,758	0,685	-1,060	0,5090751	-1,2359249	13 176,79	1,745	1,745	-1,695404	0,04959609	2 380,40	8 juillet 2009
1,745	403,082	-1,389	-3,134	-1,65708	-3,40208037	12 958,44	1,745	1,745	-3,405225	-1,66022517	2 340,88	9 juillet 2009
1,745	401,495	-0,394	-2,139	0,3989678	-1,34603222	13 010,14	1,745	1,745	-0,510849	1,23415126	2 369,77	10 juillet 2009
1,745	395,102	-1,592	-3,337	-1,622581	-3,36758054	12 799,04	1,745	1,745	-3,540533	-1,7955329	2 327,22	13 juillet 2009
1,745	398,537	0,869	-0,876	1,4207316	-0,32426845	12 980,88	1,745	1,745	-0,366961	1,37803903	2 359,29	14 juillet 2009
1,745	390,752	-1,953	-3,698	-1,829152	-3,5741518	12 743,44	1,745	1,745	-2,557956	-0,81295644	2 340,11	15 juillet 2009
1,745	391,689	0,240	-1,505	1,6871426	-0,05785744	12 958,44	1,745	1,745	-1,657397	0,08760272	2 342,16	16 juillet 2009
1,745	396,164	1,142	-0,603	2,554397	0,80939698	13 289,45	1,745	1,745	0,3338503	2,07885029	2 390,85	17 juillet 2009
1,745	393,676	-0,628	-2,373	0,1676518	-1,57734822	13 311,73	1,745	1,745	-1,13643	0,60857017	2 405,40	20 juillet 2009
1,745	395,107	0,363	-1,382	0,4506552	-1,29434483	13 371,72	1,745	1,745	-1,351718	0,39328178	2 414,86	21 juillet 2009
1,745	402,506	1,873	0,128	-0,427395	-2,17239453	13 314,57	1,745	1,745	-2,18105	-0,43605012	2 404,33	22 juillet 2009
1,745	405,444	0,730	-1,015	-0,494496	-2,23949588	13 248,73	1,745	1,745	-2,195853	-0,45085325	2 393,49	23 juillet 2009
1,745	408,105	0,656	-1,089	1,4811231	-0,2638769	13 444,96	1,745	1,745	-0,402191	1,34280904	2 425,63	24 juillet 2009
1,745	406,596	-0,370	-2,115	1,3010823	-0,44391766	13 619,89	1,745	1,745	-0,794319	0,95068085	2 448,69	27 juillet 2009
1,745	404,256	-0,576	-2,321	0,0417771	-1,70322286	13 625,58	1,745	1,745	-1,516715	0,22828533	2 454,28	28 juillet 2009
1,745	408,858	1,138	-0,607	0,7445555	-1,00044454	13 727,03	1,745	1,745	-1,333881	0,41111854	2 464,37	29 juillet 2009
1,745	412,425	0,872	-0,873	-2,143654	-3,8886538	13 432,77	1,745	1,745	-2,978581	-1,233581	2 433,97	30 juillet 2009
1,745	413,894	0,356	-1,389	0,3061915	-1,4388085	13 473,90	1,745	1,745	-1,128312	0,61668796	2 448,98	31 juillet 2009
1,745	416,177	0,552	-1,193	0,3270026	-1,41799742	13 517,96	1,745	1,745	-2,75685	-1,01184983	2 424,20	3 août 2009
1,745	411,448	-1,136	-2,881	-1,31758	-3,06258046	13 339,85	1,745	1,745	-2,943333	-1,19833347	2 395,15	4 août 2009
1,745	411,891	0,108	-1,637	-1,294242	-3,03924244	13 167,20	1,745	1,745	-3,814599	-2,06959898	2 345,58	5 août 2009
1,745	405,953	-1,442	-3,187	0,4957014	-1,24929856	13 232,47	1,745	1,745	-1,396259	0,34874104	2 353,76	6 août 2009
1,745	400,978	-1,226	-2,971	-0,190441	-1,93544064	13 207,27	1,745	1,745	-1,857161	-0,11216097	2 351,12	7 août 2009
1,745	392,882	-2,019	-3,764	0,2905218	-1,45447819	13 245,64	1,745	1,745	-1,205683	0,53931743	2 363,80	10 août 2009
1,745	394,001	0,285	-1,460	1,5477546	-0,19724542	13 450,65	1,745	1,745	-0,128958	1,61604197	2 402,00	11 août 2009
1,745	393,281	-0,183	-1,928	0,7336448	-1,01135516	13 549,33	1,745	1,745	-1,092211	0,65278934	2 417,68	12 août 2009
1,745	394,260	0,249	-1,496	0,0174178	-1,72758216	13 551,69	1,745	1,745	-1,19654	0,54845968	2 430,94	13 août 2009

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	400,308	1,534	-0,211	-1,417388	-3,16238779	13 359,61	1,745	1,745	-2,078204	-0,33320444	2 422,84	14 août 2009
1,745	403,106	0,699	-1,046	0,0468577	-1,69814234	13 365,87	1,745	1,745	-1,484562	0,26043816	2 429,15	17 août 2009
1,745	403,779	0,167	-1,578	-0,75603	-2,5010301	13 264,82	1,745	1,745	-2,35015	-0,60514995	2 414,45	18 août 2009
1,745	405,294	0,375	-1,370	-1,665006	-3,41000563	13 043,96	1,745	1,745	-2,345965	-0,60096502	2 399,94	19 août 2009
1,745	403,661	-0,403	-2,148	0,0978231	-1,64717695	13 056,72	1,745	1,745	-1,62833	0,11666958	2 402,74	20 août 2009
1,745	404,653	0,246	-1,499	-1,964812	-3,70981199	12 800,18	1,745	1,745	-3,887138	-2,14213773	2 351,27	21 août 2009
1,745	403,251	-0,346	-2,091	0,2133564	-1,53164363	12 827,49	1,745	1,745	-2,56796	-0,82295951	2 331,92	24 août 2009
1,745	403,264	0,003	-1,742	-1,858664	-3,60366448	12 589,07	1,745	1,745	-2,142955	-0,39795533	2 322,64	25 août 2009
1,745	400,470	-0,693	-2,438	1,1616426	-0,5833574	12 735,31	1,745	1,745	-1,413911	0,33108876	2 330,33	26 août 2009
1,745	399,811	-0,165	-1,910	0,9248303	-0,82016974	12 853,09	1,745	1,745	-1,658317	0,086683	2 332,35	27 août 2009
1,745	392,258	-1,889	-3,634	-1,920083	-3,66508303	12 606,30	1,745	1,745	-2,936502	-1,19150213	2 304,56	28 août 2009
1,745	390,225	-0,518	-2,263	1,3632073	-0,38179271	12 778,15	1,745	1,745	-0,773014	0,97198598	2 326,96	31 août 2009
1,745	388,394	-0,469	-2,214	-2,168076	-3,91307597	12 501,11	1,745	1,745	-4,129227	-2,38422663	2 271,48	1 septembre 2009
1,745	389,265	0,224	-1,521	-0,279575	-2,02457517	12 466,16	1,745	1,745	-3,711559	-1,96655925	2 226,81	2 septembre 2009
1,745	389,098	-0,043	-1,788	-2,462266	-4,20726585	12 159,21	1,745	1,745	-3,386361	-1,64136141	2 190,26	3 septembre 2009
1,745	385,681	-0,878	-2,623	-0,492713	-2,23771293	12 099,30	1,745	1,745	-1,913473	-0,16847315	2 186,57	4 septembre 2009
1,745	389,069	0,878	-0,867	-1,058822	-2,80382158	11 971,19	1,745	1,745	-5,120149	-3,37514921	2 112,77	8 septembre 2009
1,745	380,126	-2,299	-4,044	2,4974961	0,75249607	12 270,17	1,745	1,745	-1,647024	0,09797564	2 114,84	9 septembre 2009
1,745	372,815	-1,923	-3,668	0,8837693	-0,86123066	12 378,61	1,745	1,745	1,1975394	2,94253939	2 177,07	10 septembre 2009
1,745	367,895	-1,320	-3,065	-1,38497	-3,12996972	12 207,17	1,745	1,745	-1,815278	-0,07027794	2 175,54	11 septembre 2009
1,745	365,257	-0,717	-2,462	1,4476738	-0,29732621	12 383,89	1,745	1,745	-1,676511	0,06848874	2 177,03	14 septembre 2009
1,745	353,253	-3,286	-5,031	0,7785114	-0,96648856	12 480,30	1,745	1,745	-0,765225	0,9797752	2 198,36	15 septembre 2009
1,745	351,342	-0,541	-2,286	-0,300233	-2,04523317	12 442,83	1,745	1,745	-2,229907	-0,48490693	2 187,70	16 septembre 2009
1,745	353,139	0,511	-1,234	1,6678682	-0,07713184	12 650,36	1,745	1,745	-0,40478	1,34022032	2 217,02	17 septembre 2009
1,745	363,813	3,023	1,278	0,7338131	-1,01118689	12 743,19	1,745	1,745	-0,334548	1,41045187	2 248,29	18 septembre 2009
1,745	364,597	0,215	-1,530	-0,847747	-2,59274691	12 635,16	1,745	1,745	-1,721427	0,02357347	2 248,82	21 septembre 2009
1,745	364,733	0,037	-1,708	-2,928574	-4,67357392	12 265,13	1,745	1,745	-4,689211	-2,94421074	2 182,61	22 septembre 2009
1,745	368,632	1,069	-0,676	-0,530202	-2,27520229	12 200,10	1,745	1,745	-2,608187	-0,86318674	2 163,77	23 septembre 2009
1,745	366,212	-0,656	-2,401	0,3844231	-1,36057692	12 247,00	1,745	1,745	-2,111952	-0,36695213	2 155,83	24 septembre 2009
1,745	369,935	1,017	-0,728	-0,529681	-2,27468074	12 182,13	1,745	1,745	-1,41798	0,32702022	2 162,88	25 septembre 2009
1,745	375,857	1,601	-0,144	0,4751222	-1,26987783	12 240,01	1,745	1,745	-1,174002	0,57099793	2 175,23	28 septembre 2009
1,745	375,956	0,026	-1,719	1,0898684	-0,65513161	12 373,41	1,745	1,745	-0,47341	1,27158967	2 202,89	29 septembre 2009
1,745	364,583	-3,025	-4,770	1,4452766	-0,29972339	12 552,24	1,745	1,745	-0,771279	0,97372088	2 224,34	30 septembre 2009

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	361,241	-0,917	-2,662	-1,396245	-3,14124481	12 376,98	1,745	1,745	-1,764781	-0,01978115	2 223,90	1 octobre 2009
1,745	358,968	-0,629	-2,374	-0,232448	-1,97744766	12 348,21	1,745	1,745	-2,112822	-0,36782229	2 215,72	2 octobre 2009
1,745	358,533	-0,121	-1,866	-0,089001	-1,83400075	12 337,22	1,745	1,745	-0,763378	0,98162223	2 237,47	5 octobre 2009
1,745	358,090	-0,124	-1,869	0,7298241	-1,01517594	12 427,26	1,745	1,745	-1,94612	-0,20112002	2 232,97	6 octobre 2009
1,745	364,045	1,663	-0,082	-1,150374	-2,89537426	12 284,30	1,745	1,745	-1,669316	0,07568395	2 234,66	7 octobre 2009
1,745	366,076	0,558	-1,187	0,7873465	-0,95765355	12 381,02	1,745	1,745	-1,704278	0,04072208	2 235,57	8 octobre 2009
1,745	367,079	0,274	-1,471	1,5281455	-0,2168545	12 570,22	1,745	1,745	-0,084126	1,66087396	2 272,70	9 octobre 2009
1,745	365,553	-0,416	-2,161	0,9124741	-0,83252591	12 684,92	1,745	1,745	-0,550826	1,19417433	2 299,84	12 octobre 2009
1,745	367,277	0,472	-1,273	0,0737884	-1,6712116	12 694,28	1,745	1,745	-1,416281	0,32871852	2 307,40	13 octobre 2009
1,745	369,417	0,583	-1,162	-0,883075	-2,6280749	12 582,18	1,745	1,745	-2,116414	-0,37141371	2 298,83	14 octobre 2009
1,745	366,604	-0,761	-2,506	-2,509819	-4,25481944	12 266,39	1,745	1,745	-3,679897	-1,93489732	2 254,35	15 octobre 2009
1,745	368,083	0,403	-1,342	-0,061061	-1,80606116	12 258,90	1,745	1,745	-2,378886	-0,6338856	2 240,06	16 octobre 2009
1,745	368,280	0,054	-1,691	-0,367896	-2,11289598	12 213,80	1,745	1,745	-2,31552	-0,57052043	2 227,28	19 octobre 2009
1,745	373,844	1,511	-0,234	0,3372415	-1,40775852	12 254,99	1,745	1,745	-0,64231	1,10269028	2 251,84	20 octobre 2009
1,745	377,750	1,045	-0,700	-1,751123	-3,49612342	12 040,39	1,745	1,745	-2,681567	-0,93656743	2 230,75	21 octobre 2009
1,745	380,859	0,823	-0,922	-1,218399	-2,96339907	11 893,69	1,745	1,745	-3,170978	-1,42597781	2 198,94	22 octobre 2009
1,745	378,026	-0,744	-2,489	-1,290937	-3,03593662	11 740,15	1,745	1,745	-3,494479	-1,74947929	2 160,47	23 octobre 2009
1,745	370,411	-2,014	-3,759	3,5490177	1,80401769	12 156,81	1,745	1,745	0,3064055	2,05140548	2 204,79	26 octobre 2009
1,745	366,460	-1,067	-2,812	-0,383077	-2,12807747	12 110,24	1,745	1,745	-1,155375	0,58962532	2 217,79	27 octobre 2009
1,745	364,161	-0,627	-2,372	0,2931404	-1,45185965	12 145,74	1,745	1,745	-1,818947	-0,07394749	2 216,15	28 octobre 2009
1,745	367,089	0,804	-0,941	-1,60262	-3,34761952	11 951,09	1,745	1,745	-3,086064	-1,34106446	2 186,43	29 octobre 2009
1,745	363,756	-0,908	-2,653	0,177055	-1,56794502	11 972,25	1,745	1,745	-3,850258	-2,10525834	2 140,40	30 octobre 2009
1,745	358,595	-1,419	-3,164	3,5115371	1,7665371	12 392,66	1,745	1,745	0,7736881	2,5186881	2 194,31	2 novembre 2009
1,745	353,122	-1,526	-3,271	-2,364303	-4,10930274	12 099,66	1,745	1,745	-3,650383	-1,90538256	2 152,50	3 novembre 2009
1,745	360,782	2,169	0,424	2,1625401	0,4175401	12 361,32	1,745	1,745	-2,007021	-0,26202091	2 146,86	4 novembre 2009
1,745	363,520	0,759	-0,986	1,5153721	-0,22962786	12 548,64	1,745	1,745	-0,369503	1,37549724	2 176,39	5 novembre 2009
1,745	361,835	-0,464	-2,209	-0,127823	-1,87282262	12 532,60	1,745	1,745	0,2123698	1,95736977	2 218,99	6 novembre 2009
1,745	356,931	-1,355	-3,100	-0,875636	-2,62063634	12 422,86	1,745	1,745	-1,399798	0,3452021	2 226,65	9 novembre 2009
1,745	348,536	-2,352	-4,097	-0,969181	-2,71418101	12 302,46	1,745	1,745	-1,828983	-0,08398266	2 224,78	10 novembre 2009
1,745	359,638	3,185	1,440	-0,699535	-2,44453489	12 216,40	1,745	1,745	-2,452036	-0,7070362	2 209,05	11 novembre 2009
1,745	354,225	-1,505	-3,250	0,380554	-1,36444599	12 262,89	1,745	1,745	-1,730514	0,01448586	2 209,37	12 novembre 2009
1,745	354,392	0,047	-1,698	3,1923144	1,44731437	12 654,36	1,745	1,745	-0,059452	1,68554837	2 246,61	13 novembre 2009
1,745	355,196	0,227	-1,518	-0,383504	-2,12850418	12 605,83	1,745	1,745	-0,890379	0,85462096	2 265,81	16 novembre 2009

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	358,237	0,856	-0,889	0,1602433	-1,58475668	12 626,03	1,745	1,745	-1,342495	0,40250506	2 274,93	17 novembre 2009
1,745	366,490	2,304	0,559	-0,131554	-1,87655362	12 609,42	1,745	1,745	-1,081683	0,66331711	2 290,02	18 novembre 2009
1,745	366,196	-0,080	-1,825	0,023871	-1,72112896	12 612,43	1,745	1,745	-1,35723	0,38776954	2 298,90	19 novembre 2009
1,745	365,468	-0,199	-1,944	-0,285353	-2,03035342	12 576,44	1,745	1,745	-2,309183	-0,56418287	2 285,93	20 novembre 2009
1,745	363,889	-0,432	-2,177	-0,391049	-2,13604866	12 527,26	1,745	1,745	-1,941419	-0,19641896	2 281,44	23 novembre 2009
1,745	363,985	0,026	-1,719	0,4368074	-1,30819259	12 581,98	1,745	1,745	-1,415384	0,32961638	2 288,96	24 novembre 2009
1,745	371,147	1,968	0,223	-2,039107	-3,78410672	12 325,42	1,745	1,745	-2,741959	-0,99695932	2 266,14	25 novembre 2009
1,745	375,062	1,055	-0,690	-0,189527	-1,93452701	12 302,06	1,745	1,745	-2,186279	-0,441279	2 256,14	27 novembre 2009
1,745	376,211	0,306	-1,439	0,491056	-1,25394403	12 362,47	1,745	1,745	-1,324813	0,42018669	2 265,62	30 novembre 2009
1,745	377,889	0,446	-1,299	2,0772548	0,33225479	12 619,27	1,745	1,745	0,6724398	2,41743982	2 320,39	1 décembre 2009
1,745	379,804	0,507	-1,238	0,0096678	-1,73533225	12 620,49	1,745	1,745	-2,099682	-0,35468176	2 312,16	2 décembre 2009
1,745	376,896	-0,766	-2,511	1,8134795	0,06847951	12 849,36	1,745	1,745	-0,744637	1,0003633	2 335,29	3 décembre 2009
1,745	374,559	-0,620	-2,365	-0,189426	-1,93442578	12 825,02	1,745	1,745	-0,972933	0,77206685	2 353,32	4 décembre 2009
1,745	375,484	0,247	-1,498	-0,817075	-2,56207475	12 720,23	1,745	1,745	-2,092594	-0,34759404	2 345,14	7 décembre 2009
1,745	371,453	-1,074	-2,819	0,3379656	-1,40703441	12 763,22	1,745	1,745	-1,54885	0,19615034	2 349,74	8 décembre 2009
1,745	368,600	-0,768	-2,513	0,6716957	-1,0733043	12 848,95	1,745	1,745	-2,427203	-0,68220314	2 333,71	9 décembre 2009
1,745	370,084	0,403	-1,342	0,3339572	-1,41104275	12 891,86	1,745	1,745	-1,057254	0,68774612	2 349,76	10 décembre 2009
1,745	378,360	2,236	0,491	-0,15599	-1,9009899	12 871,75	1,745	1,745	-1,700315	0,04468541	2 350,81	11 décembre 2009
1,745	377,970	-0,103	-1,848	-0,309282	-2,05428195	12 831,94	1,745	1,745	-2,592368	-0,8473675	2 330,89	14 décembre 2009
1,745	381,721	0,992	-0,753	-0,092036	-1,83703597	12 820,13	1,745	1,745	-1,434818	0,31018195	2 338,12	15 décembre 2009
1,745	383,952	0,584	-1,161	1,4810302	-0,26396978	13 010,00	1,745	1,745	-1,552965	0,19203463	2 342,61	16 décembre 2009
1,745	381,953	-0,521	-2,266	0,3704842	-1,37451576	13 058,20	1,745	1,745	-1,047914	0,69708573	2 358,94	17 décembre 2009
1,745	382,314	0,095	-1,650	-0,67896	-2,42396035	12 969,54	1,745	1,745	-1,552117	0,19288324	2 363,49	18 décembre 2009
1,745	381,283	-0,270	-2,015	0,3954651	-1,34953493	13 020,83	1,745	1,745	-0,969029	0,77597113	2 381,83	21 décembre 2009
1,745	384,449	0,830	-0,915	-1,585767	-3,33076681	12 814,35	1,745	1,745	-2,53179	-0,78678999	2 363,09	22 décembre 2009
1,745	385,444	0,259	-1,486	0,4091507	-1,33584932	12 866,78	1,745	1,745	-1,270198	0,47480206	2 374,31	23 décembre 2009
1,745	383,108	-0,606	-2,351	-0,939629	-2,68462903	12 745,88	1,745	1,745	-2,438675	-0,69367522	2 357,84	24 décembre 2009
1,745	383,300	0,050	-1,695	1,0233111	-0,72168894	12 876,31	1,745	1,745	-0,920517	0,82448343	2 377,28	28 décembre 2009
1,745	384,907	0,419	-1,326	-0,342722	-2,08772241	12 832,18	1,745	1,745	-1,538041	0,20695921	2 382,20	29 décembre 2009
1,745	388,656	0,974	-0,771	0,5158905	-1,22910948	12 898,38	1,745	1,745	-1,315145	0,42985476	2 392,44	30 décembre 2009
1,745	388,641	-0,004	-1,749	0,7309445	-1,01405549	12 992,66	1,745	1,745	-0,601816	1,14318436	2 419,79	31 décembre 2009
1,745	390,542	0,489	-1,256	-0,045102	-1,79010239	12 986,80	1,745	1,745	-0,707307	1,03769335	2 444,90	4 janvier 2010
1,745	387,049	-0,894	-2,639	0,3184772	-1,42652278	13 028,16	1,745	1,745	-1,122889	0,62211133	2 460,11	5 janvier 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	387,646	0,154	-1,591	-1,531145	-3,27614484	12 828,68	1,745	1,745	-2,440497	-0,69549736	2 443,00	6 janvier 2010
1,745	384,248	-0,877	-2,622	-1,773292	-3,51829234	12 601,19	1,745	1,745	-2,442912	-0,6979124	2 425,95	7 janvier 2010
1,745	387,355	0,809	-0,936	0,1938706	-1,55112942	12 625,62	1,745	1,745	-1,664207	0,08079309	2 427,91	8 janvier 2010
1,745	387,671	0,082	-1,663	-1,1563	-2,90129965	12 479,63	1,745	1,745	-2,989692	-1,24469194	2 397,69	11 janvier 2010
1,745	388,799	0,291	-1,454	0,5506574	-1,19434265	12 548,35	1,745	1,745	-2,152058	-0,40705846	2 387,93	12 janvier 2010
1,745	392,629	0,985	-0,760	0,3640319	-1,38096808	12 594,03	1,745	1,745	-1,274718	0,47028179	2 399,16	13 janvier 2010
1,745	395,588	0,754	-0,991	0,4144027	-1,3305973	12 646,22	1,745	1,745	-1,530758	0,21424165	2 404,30	14 janvier 2010
1,745	397,076	0,376	-1,369	-0,062469	-1,80746926	12 638,32	1,745	1,745	-1,294973	0,45002703	2 415,12	15 janvier 2010
1,745	393,603	-0,875	-2,620	-1,064224	-2,80922373	12 503,82	1,745	1,745	-2,129246	-0,38424592	2 405,84	19 janvier 2010
1,745	390,146	-0,878	-2,623	-0,807513	-2,55251322	12 402,85	1,745	1,745	-2,317357	-0,57235726	2 392,07	20 janvier 2010
1,745	390,069	-0,020	-1,765	-0,099735	-1,84473514	12 390,48	1,745	1,745	-2,232862	-0,48786198	2 380,40	21 janvier 2010
1,745	385,803	-1,094	-2,839	1,7268903	-0,01810968	12 604,45	1,745	1,745	-0,295664	1,44933625	2 414,90	22 janvier 2010
1,745	383,980	-0,473	-2,218	-3,130958	-4,87595772	12 209,81	1,745	1,745	-2,958301	-1,21330076	2 385,60	25 janvier 2010
1,745	384,208	0,059	-1,686	0,5774865	-1,16751354	12 280,32	1,745	1,745	-1,940339	-0,1953387	2 380,94	26 janvier 2010
1,745	384,830	0,162	-1,583	0,076871	-1,66812904	12 289,76	1,745	1,745	-3,225088	-1,4800877	2 345,70	27 janvier 2010
1,745	386,237	0,366	-1,379	-1,676111	-3,42111084	12 083,77	1,745	1,745	-2,608282	-0,86328175	2 325,45	28 janvier 2010
1,745	387,748	0,391	-1,354	0,4784103	-1,2665897	12 141,58	1,745	1,745	-2,150943	-0,40594294	2 316,01	29 janvier 2010
1,745	385,479	-0,585	-2,330	1,3653083	-0,3796917	12 307,35	1,745	1,745	-1,019615	0,72538547	2 332,81	1 février 2010
1,745	383,317	-0,561	-2,306	-0,310952	-2,0559524	12 269,08	1,745	1,745	-1,186446	0,55855385	2 345,84	2 février 2010
1,745	381,622	-0,442	-2,187	-0,886619	-2,63161905	12 160,30	1,745	1,745	-1,441058	0,3039423	2 352,97	3 février 2010
1,745	385,198	0,937	-0,808	-1,07925	-2,82424969	12 029,06	1,745	1,745	-2,276668	-0,53166849	2 340,46	4 février 2010
1,745	380,165	-1,307	-3,052	0,2828982	-1,46210175	12 063,09	1,745	1,745	-1,98726	-0,24226007	2 334,79	5 février 2010
1,745	377,914	-0,592	-2,337	-1,827061	-3,57206089	11 842,69	1,745	1,745	-3,011495	-1,26649506	2 305,22	8 février 2010
1,745	372,346	-1,473	-3,218	-0,002787	-1,74778653	11 842,36	1,745	1,745	-1,445679	0,29932067	2 312,12	9 février 2010
1,745	368,519	-1,028	-2,773	-0,294958	-2,0399581	11 807,43	1,745	1,745	-2,442628	-0,69762815	2 295,99	10 février 2010
1,745	366,899	-0,440	-2,185	0,0372647	-1,70773533	11 811,83	1,745	1,745	-1,243691	0,5013088	2 307,50	11 février 2010
1,745	369,607	0,738	-1,007	-3,034331	-4,77933084	11 453,42	1,745	1,745	-3,322031	-1,57703142	2 271,11	12 février 2010
1,745	371,809	0,596	-1,149	-0,933433	-2,67843298	11 346,51	1,745	1,745	-1,908797	-0,16379656	2 267,39	16 février 2010
1,745	372,475	0,179	-1,566	0,0308465	-1,71415351	11 350,01	1,745	1,745	-1,163715	0,58128509	2 280,57	17 février 2010
1,745	369,617	-0,767	-2,512	0,2841407	-1,46085928	11 382,26	1,745	1,745	-2,215058	-0,47005792	2 269,85	18 février 2010
1,745	367,661	-0,529	-2,274	-1,464999	-3,20999904	11 215,51	1,745	1,745	-3,38035	-1,63535035	2 232,73	19 février 2010
1,745	362,628	-1,369	-3,114	0,6511518	-1,09384816	11 288,54	1,745	1,745	-2,416823	-0,67182328	2 217,73	22 février 2010
1,745	360,886	-0,480	-2,225	-0,501216	-2,24621628	11 231,96	1,745	1,745	-2,079125	-0,33412543	2 210,32	23 février 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	359,817	-0,296	-2,041	1,355507	-0,38949304	11 384,21	1,745	1,745	-2,161229	-0,41622932	2 201,12	24 février 2010
1,745	362,006	0,608	-1,137	-2,079811	-3,82481054	11 147,44	1,745	1,745	-2,105725	-0,36072545	2 193,18	25 février 2010
1,745	356,150	-1,618	-3,363	0,7318272	-1,01317278	11 229,02	1,745	1,745	-1,431756	0,31324378	2 200,05	26 février 2010
1,745	354,293	-0,521	-2,266	-1,144178	-2,88917821	11 100,54	1,745	1,745	-2,151354	-0,4063544	2 191,11	1 mars 2010
1,745	355,398	0,312	-1,433	-0,408539	-2,15353868	11 055,19	1,745	1,745	-1,680193	0,06480734	2 192,53	2 mars 2010
1,745	352,564	-0,797	-2,542	-0,838068	-2,58306791	10 962,54	1,745	1,745	-3,000171	-1,25517097	2 165,01	3 mars 2010
1,745	348,276	-1,216	-2,961	2,524415	0,77941496	11 239,28	1,745	1,745	-1,622137	0,12286317	2 167,67	4 mars 2010
1,745	346,805	-0,422	-2,167	1,845136	0,10013599	11 446,66	1,745	1,745	-1,192333	0,55266715	2 179,65	5 mars 2010
1,745	345,386	-0,409	-2,154	0,4360224	-1,30897761	11 496,57	1,745	1,745	-2,009721	-0,2647214	2 173,88	8 mars 2010
1,745	345,224	-0,047	-1,792	-0,25425	-1,99924975	11 467,34	1,745	1,745	-0,819006	0,92599408	2 194,01	9 mars 2010
1,745	344,848	-0,109	-1,854	1,1786517	-0,56634828	11 602,50	1,745	1,745	-2,030778	-0,2857781	2 187,74	10 mars 2010
1,745	344,449	-0,116	-1,861	0,2575307	-1,4874693	11 632,38	1,745	1,745	-2,005086	-0,26008575	2 182,05	11 mars 2010
1,745	344,023	-0,124	-1,869	-2,433724	-4,1787238	11 349,28	1,745	1,745	-2,897586	-1,15258587	2 156,90	12 mars 2010
1,745	341,030	-0,870	-2,615	0,1886463	-1,55635367	11 370,69	1,745	1,745	-1,454769	0,29023135	2 163,16	15 mars 2010
1,745	340,173	-0,251	-1,996	-2,10726	-3,85225998	11 131,08	1,745	1,745	-2,34736	-0,60235951	2 150,13	16 mars 2010
1,745	335,195	-1,463	-3,208	2,3940175	0,64901747	11 397,56	1,745	1,745	-1,427345	0,31765521	2 156,96	17 mars 2010
1,745	338,226	0,904	-0,841	1,6330688	-0,11193117	11 583,69	1,745	1,745	-0,02545	1,71954974	2 194,05	18 mars 2010
1,745	343,840	1,660	-0,085	-1,775514	-3,52051367	11 378,02	1,745	1,745	-2,303784	-0,55878398	2 181,79	19 mars 2010
1,745	344,064	0,065	-1,680	-0,454385	-2,19938486	11 326,32	1,745	1,745	-2,969682	-1,22468249	2 155,07	22 mars 2010
1,745	346,284	0,645	-1,100	-0,372319	-2,11731863	11 284,15	1,745	1,745	-3,0902	-1,34519992	2 126,08	23 mars 2010
1,745	347,948	0,481	-1,264	2,9388124	1,19381241	11 615,77	1,745	1,745	-1,123198	0,62180163	2 139,30	24 mars 2010
1,745	350,247	0,661	-1,084	0,3469421	-1,39805787	11 656,07	1,745	1,745	-0,741868	1,00313187	2 160,76	25 mars 2010
1,745	345,237	-1,430	-3,175	-1,927236	-3,6722362	11 431,43	1,745	1,745	-2,509546	-0,76454581	2 144,24	26 mars 2010
1,745	343,743	-0,433	-2,178	2,6496248	0,90462476	11 734,32	1,745	1,745	-1,547727	0,19727269	2 148,47	29 mars 2010
1,745	340,400	-0,973	-2,718	0,4093122	-1,33568783	11 782,35	1,745	1,745	-1,702179	0,04282117	2 149,39	30 mars 2010
1,745	341,741	0,394	-1,351	-1,187199	-2,9321995	11 642,47	1,745	1,745	-2,2042	-0,45920005	2 139,52	31 mars 2010
1,745	347,481	1,680	-0,065	-0,940608	-2,68560796	11 532,96	1,745	1,745	-1,726772	0,01822839	2 139,91	1 avril 2010
1,745	345,746	-0,499	-2,244	0,7194164	-1,02558365	11 615,93	1,745	1,745	-1,54873	0,19626994	2 144,11	5 avril 2010
1,745	341,975	-1,091	-2,836	0,3785319	-1,3664681	11 659,90	1,745	1,745	-2,224453	-0,47945301	2 133,83	6 avril 2010
1,745	338,203	-1,103	-2,848	-1,548126	-3,29312648	11 479,39	1,745	1,745	-2,31393	-0,56893005	2 121,69	7 avril 2010
1,745	342,806	1,361	-0,384	-1,139782	-2,88478182	11 348,55	1,745	1,745	-2,451512	-0,70651226	2 106,70	8 avril 2010
1,745	345,190	0,695	-1,050	0,6069498	-1,13805021	11 417,43	1,745	1,745	-0,945171	0,79982912	2 123,55	9 avril 2010
1,745	341,228	-1,148	-2,893	0,1119341	-1,63306588	11 430,21	1,745	1,745	-1,019799	0,72520073	2 138,95	12 avril 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	341,796	0,166	-1,579	1,7309393	-0,01406067	11 628,06	1,745	1,745	-1,403244	0,34175647	2 146,26	13 avril 2010
1,745	344,475	0,784	-0,961	-2,079539	-3,82453863	11 386,25	1,745	1,745	-2,883259	-1,13825911	2 121,83	14 avril 2010
1,745	341,336	-0,911	-2,656	0,2337908	-1,51120924	11 412,87	1,745	1,745	-1,844442	-0,09944246	2 119,72	15 avril 2010
1,745	337,563	-1,105	-2,850	0,7854291	-0,95957092	11 502,51	1,745	1,745	-0,85526	0,88974015	2 138,58	16 avril 2010
1,745	339,187	0,481	-1,264	1,8489008	0,10390081	11 715,18	1,745	1,745	-1,117481	0,62751919	2 152,00	19 avril 2010
1,745	337,778	-0,415	-2,160	-1,465022	-3,2100223	11 543,55	1,745	1,745	-2,312379	-0,56737918	2 139,79	20 avril 2010
1,745	335,609	-0,642	-2,387	-0,230692	-1,9756916	11 516,92	1,745	1,745	-4,103175	-2,35817533	2 089,33	21 avril 2010
1,745	330,281	-1,588	-3,333	0,1385787	-1,60642128	11 532,88	1,745	1,745	-2,871677	-1,12667697	2 065,79	22 avril 2010
1,745	332,804	0,764	-0,981	-2,988412	-4,73341226	11 188,23	1,745	1,745	-4,541993	-2,79699292	2 008,01	23 avril 2010
1,745	333,784	0,294	-1,451	0,2925396	-1,45246043	11 220,96	1,745	1,745	-2,691708	-0,94670843	1 989,00	26 avril 2010
1,745	335,967	0,654	-1,091	2,5824885	0,83748849	11 510,74	1,745	1,745	-0,567524	1,17747612	2 012,42	27 avril 2010
1,745	332,746	-0,959	-2,704	-2,432598	-4,17759773	11 230,73	1,745	1,745	-4,693192	-2,94819173	1 953,09	28 avril 2010
1,745	331,777	-0,291	-2,036	0,3400491	-1,40495087	11 268,92	1,745	1,745	-1,461859	0,28314107	1 958,62	29 avril 2010
1,745	334,286	0,756	-0,989	1,4623407	-0,28265933	11 433,71	1,745	1,745	-1,181338	0,56366217	1 969,66	30 avril 2010
1,745	338,186	1,167	-0,578	-0,102504	-1,84750391	11 421,99	1,745	1,745	0,0629262	1,80792624	2 005,27	3 mai 2010
1,745	337,612	-0,170	-1,915	-4,416743	-6,16174349	10 917,51	1,745	1,745	-4,764045	-3,01904482	1 944,73	4 mai 2010
1,745	334,713	-0,859	-2,604	1,2961747	-0,44882532	11 059,02	1,745	1,745	-2,558481	-0,81348053	1 928,91	5 mai 2010
1,745	332,907	-0,540	-2,285	-4,06329	-5,80828951	10 609,66	1,745	1,745	-3,791752	-2,04675179	1 889,43	6 mai 2010
1,745	329,953	-0,887	-2,632	3,8646856	2,11968558	11 019,69	1,745	1,745	-0,603386	1,14161414	1 911,00	7 mai 2010
1,745	321,142	-2,670	-4,415	3,3462829	1,60128288	11 388,44	1,745	1,745	2,8196259	4,56462585	1 998,23	10 mai 2010
1,745	317,507	-1,132	-2,877	-3,273056	-5,01805584	11 015,69	1,745	1,745	-2,518184	-0,77318427	1 982,78	11 mai 2010
1,745	324,971	2,351	0,606	-1,466272	-3,2112722	10 854,17	1,745	1,745	-3,43606	-1,69106003	1 949,25	12 mai 2010
1,745	316,367	-2,648	-4,393	-0,267178	-2,01217842	10 825,17	1,745	1,745	-2,095391	-0,35039118	1 942,42	13 mai 2010
1,745	315,857	-0,161	-1,906	1,8188167	0,0738167	11 022,06	1,745	1,745	-0,55988	1,18511959	1 965,44	14 mai 2010
1,745	314,863	-0,315	-2,060	1,0984335	-0,64656649	11 143,13	1,745	1,745	-2,853658	-1,1086576	1 943,65	17 mai 2010
1,745	319,952	1,616	-0,129	-6,979009	-8,72400859	10 365,45	1,745	1,745	-8,380454	-6,63545391	1 814,68	18 mai 2010
1,745	308,449	-3,595	-5,340	4,6810317	2,9360317	10 850,66	1,745	1,745	-0,004748	1,74025172	1 846,26	19 mai 2010
1,745	304,926	-1,142	-2,887	-0,180542	-1,92554201	10 831,07	1,745	1,745	-2,378172	-0,63317193	1 834,57	20 mai 2010
1,745	296,105	-2,893	-4,638	-3,21501	-4,96001015	10 482,85	1,745	1,745	-5,906738	-4,16173817	1 758,22	21 mai 2010
1,745	301,752	1,907	0,162	-1,502168	-3,24716783	10 325,38	1,745	1,745	-1,981603	-0,23660293	1 754,06	24 mai 2010
1,745	320,315	6,152	4,407	-3,582241	-5,32724104	9 955,50	1,745	1,745	-7,333178	-5,58817828	1 656,04	25 mai 2010
1,745	315,828	-1,401	-3,146	-5,106624	-6,85162448	9 447,11	1,745	1,745	-4,559546	-2,81454554	1 609,43	26 mai 2010
1,745	311,497	-1,371	-3,116	-2,000718	-3,74571768	9 258,10	1,745	1,745	-4,844855	-3,09985523	1 559,54	27 mai 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	310,273	-0,393	-2,138	-7,333146	-9,07814611	8 579,19	1,745	1,745	-6,230938	-4,48593816	1 489,58	28 mai 2010
1,745	314,384	1,325	-0,420	-1,491982	-3,23698234	8 451,19	1,745	1,745	-6,49399	-4,74898965	1 418,84	1 juin 2010
1,745	311,404	-0,948	-2,693	11,080333	9,33533307	9 387,61	1,745	1,745	8,5909082	10,3359082	1 565,49	2 juin 2010
1,745	290,103	-6,840	-8,585	-0,816182	-2,56118218	9 310,99	1,745	1,745	-0,67377	1,07123009	1 582,26	3 juin 2010
1,745	294,790	1,616	-0,129	-7,873277	-9,61827663	8 577,91	1,745	1,745	-9,824582	-8,07958237	1 454,42	4 juin 2010
1,745	295,175	0,131	-1,614	4,6788787	2,93387865	8 979,26	1,745	1,745	-1,561422	0,18357833	1 457,09	7 juin 2010
1,745	284,557	-3,597	-5,342	-1,414816	-3,15981592	8 852,22	1,745	1,745	-0,515838	1,22916223	1 475,00	8 juin 2010
1,745	283,267	-0,453	-2,198	4,6678686	2,92286863	9 265,43	1,745	1,745	3,0163559	4,76135593	1 545,23	9 juin 2010
1,745	265,872	-6,141	-7,886	-2,501449	-4,24644893	9 033,66	1,745	1,745	-4,354967	-2,60996745	1 504,90	10 juin 2010
1,745	257,959	-2,976	-4,721	-5,694813	-7,43981251	8 519,21	1,745	1,745	-8,184631	-6,43963054	1 407,99	11 juin 2010
1,745	247,862	-3,914	-5,659	2,0194361	0,27443607	8 691,25	1,745	1,745	-1,334486	0,41051428	1 413,77	14 juin 2010
1,745	238,136	-3,924	-5,669	-3,593269	-5,33826909	8 378,95	1,745	1,745	-5,848921	-4,10392072	1 355,75	15 juin 2010
1,745	226,422	-4,919	-6,664	-2,424886	-4,16988617	8 175,77	1,745	1,745	-5,761227	-4,01622718	1 301,30	16 juin 2010
1,745	247,505	9,311	7,566	10,877874	9,1328745	9 065,12	1,745	1,745	6,185531	7,93053101	1 404,50	17 juin 2010
1,745	254,680	2,899	1,154	-0,818081	-2,56308073	8 990,96	1,745	1,745	1,6113546	3,35635457	1 451,64	18 juin 2010
1,745	236,582	-7,106	-8,851	2,1102307	0,36523072	9 180,69	1,745	1,745	1,5154502	3,26045025	1 498,97	21 juin 2010
1,745	231,831	-2,008	-3,753	1,5719951	-0,17300487	9 325,01	1,745	1,745	-1,028508	0,71649199	1 509,71	22 juin 2010
1,745	234,569	1,181	-0,564	-0,05555	-1,80054954	9 319,83	1,745	1,745	-1,561521	0,18347895	1 512,48	23 juin 2010
1,745	244,126	4,074	2,329	3,2774203	1,5324203	9 625,28	1,745	1,745	2,8732429	4,61824289	1 582,33	24 juin 2010
1,745	239,817	-1,765	-3,510	-5,049308	-6,79430766	9 139,27	1,745	1,745	-5,166537	-3,42153659	1 528,19	25 juin 2010
1,745	224,136	-6,539	-8,284	-4,852466	-6,59746633	8 695,79	1,745	1,745	-7,615343	-5,87034335	1 438,48	28 juin 2010
1,745	223,550	-0,261	-2,006	2,8521848	1,10718479	8 943,81	1,745	1,745	0,7729356	2,5179356	1 474,70	29 juin 2010
1,745	213,271	-4,598	-6,343	-0,819226	-2,56422581	8 870,54	1,745	1,745	-1,157762	0,58723808	1 483,36	30 juin 2010
1,745	204,101	-4,300	-6,045	-1,990634	-3,73563417	8 693,96	1,745	1,745	-5,007863	-3,26286269	1 434,96	1 juillet 2010
1,745	218,290	6,952	5,207	-4,730871	-6,47587063	8 282,66	1,745	1,745	-5,993899	-4,24889892	1 373,99	2 juillet 2010
1,745	226,341	3,688	1,943	6,671649	4,92664896	8 835,25	1,745	1,745	2,5527023	4,29770231	1 433,04	6 juillet 2010
1,745	234,621	3,658	1,913	-3,824906	-5,56990592	8 497,31	1,745	1,745	-4,128744	-2,38374365	1 398,88	7 juillet 2010
1,745	236,111	0,635	-1,110	-2,632951	-4,3779509	8 273,58	1,745	1,745	-3,663678	-1,9186778	1 372,04	8 juillet 2010
1,745	237,587	0,625	-1,120	1,8271413	0,08214133	8 424,75	1,745	1,745	-1,184521	0,56047929	1 379,73	9 juillet 2010
1,745	248,641	4,653	2,908	-5,073978	-6,81897846	7 997,28	1,745	1,745	-6,337928	-4,5929276	1 316,36	12 juillet 2010
1,745	243,001	-2,268	-4,013	-5,564267	-7,30926685	7 552,29	1,745	1,745	-7,542046	-5,7970464	1 240,05	13 juillet 2010
1,745	228,419	-6,001	-7,746	6,5427837	4,79778371	8 046,42	1,745	1,745	2,0371056	3,78210556	1 286,95	14 juillet 2010
1,745	231,867	1,510	-0,235	4,9334984	3,18849838	8 443,39	1,745	1,745	4,5574982	6,30249815	1 368,06	15 juillet 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	232,890	0,441	-1,304	0,4273165	-1,31768348	8 479,47	1,745	1,745	-0,551339	1,1936611	1 384,39	16 juillet 2010
1,745	224,128	-3,762	-5,507	2,914569	1,16956895	8 726,61	1,745	1,745	0,2934429	2,03844292	1 412,61	19 juillet 2010
1,745	215,154	-4,004	-5,749	1,1737662	-0,57123378	8 829,04	1,745	1,745	-0,545093	1,19990656	1 429,56	20 juillet 2010
1,745	220,171	2,332	0,587	-7,70129	-9,44629029	8 149,09	1,745	1,745	-8,622641	-6,87764067	1 331,24	21 juillet 2010
1,745	217,148	-1,373	-3,118	3,3132534	1,56825338	8 419,09	1,745	1,745	0,1329484	1,87794838	1 356,24	22 juillet 2010
1,745	212,147	-2,303	-4,048	2,0501028	0,3051028	8 591,69	1,745	1,745	-0,398631	1,34636937	1 374,50	23 juillet 2010
1,745	212,006	-0,066	-1,811	-2,507656	-4,25265565	8 376,24	1,745	1,745	-4,017826	-2,27282648	1 343,26	26 juillet 2010
1,745	202,659	-4,409	-6,154	3,0942284	1,34922844	8 635,42	1,745	1,745	-1,354904	0,39009574	1 348,50	27 juillet 2010
1,745	190,473	-6,013	-7,758	3,4597043	1,71470433	8 934,18	1,745	1,745	3,6647145	5,4097145	1 421,45	28 juillet 2010
1,745	195,823	2,809	1,064	-2,718213	-4,46321253	8 691,33	1,745	1,745	-2,45906	-0,71405959	1 411,30	29 juillet 2010
1,745	208,700	6,576	4,831	0,8064358	-0,93856416	8 761,42	1,745	1,745	0,1298671	1,87486714	1 437,76	30 juillet 2010
1,745	212,389	1,768	0,023	-2,240847	-3,9858468	8 565,09	1,745	1,745	-2,106674	-0,36167371	1 432,56	2 août 2010
1,745	215,933	1,669	-0,076	0,7541077	-0,99089234	8 629,68	1,745	1,745	-2,472369	-0,72736919	1 422,14	3 août 2010
1,745	218,178	1,040	-0,705	-0,754953	-2,49995267	8 564,53	1,745	1,745	-1,098088	0,6469124	1 431,34	4 août 2010
1,745	220,050	0,858	-0,887	4,1988294	2,45382936	8 924,14	1,745	1,745	2,0262912	3,77129124	1 485,32	5 août 2010
1,745	205,509	-6,608	-8,353	-1,118315	-2,86331504	8 824,34	1,745	1,745	-1,111466	0,63353351	1 494,73	6 août 2010
1,745	208,726	1,565	-0,180	-2,485738	-4,23073831	8 604,99	1,745	1,745	-3,761418	-2,01641768	1 464,59	9 août 2010
1,745	211,820	1,482	-0,263	-0,300756	-2,04575572	8 579,11	1,745	1,745	-2,469435	-0,72443482	1 453,98	10 août 2010
1,745	208,261	-1,680	-3,425	-0,69168	-2,43668014	8 519,77	1,745	1,745	-3,221637	-1,47663654	1 432,51	11 août 2010
1,745	208,956	0,334	-1,411	-1,177027	-2,92202708	8 419,49	1,745	1,745	-2,576408	-0,83140781	1 420,60	12 août 2010
1,745	220,871	5,702	3,957	0,5818642	-1,16313578	8 468,48	1,745	1,745	-1,660529	0,08447135	1 421,80	13 août 2010
1,745	219,268	-0,726	-2,471	0,5558258	-1,18917416	8 515,55	1,745	1,745	-1,241413	0,503587	1 428,96	16 août 2010
1,745	222,775	1,599	-0,146	-0,371321	-2,1163207	8 483,93	1,745	1,745	-1,147363	0,59763744	1 437,50	17 août 2010
1,745	221,495	-0,575	-2,320	2,1742282	0,42922822	8 668,39	1,745	1,745	0,4122174	2,15721739	1 468,51	18 août 2010
1,745	219,292	-0,995	-2,740	1,2459061	-0,4990939	8 776,39	1,745	1,745	-1,239726	0,50527405	1 475,93	19 août 2010
1,745	221,023	0,789	-0,956	2,9431235	1,19812354	9 034,69	1,745	1,745	1,2639503	3,00895029	1 520,34	20 août 2010
1,745	227,159	2,776	1,031	-0,905399	-2,65039908	8 952,89	1,745	1,745	-1,337196	0,40780352	1 526,54	23 août 2010
1,745	230,178	1,329	-0,416	0,6948594	-1,05014057	9 015,10	1,745	1,745	-0,742733	1,00226656	1 541,84	24 août 2010
1,745	228,388	-0,778	-2,523	-2,7221	-4,46709959	8 769,70	1,745	1,745	-3,815902	-2,0709023	1 509,91	25 août 2010
1,745	225,271	-1,365	-3,110	-0,310615	-2,05561496	8 742,46	1,745	1,745	-1,750298	-0,00529833	1 509,83	26 août 2010
1,745	221,535	-1,658	-3,403	-1,638898	-3,38389798	8 599,18	1,745	1,745	-3,560436	-1,81543617	1 482,42	27 août 2010
1,745	220,107	-0,645	-2,390	-1,456069	-3,20106907	8 473,97	1,745	1,745	-4,122869	-2,37786862	1 447,17	30 août 2010
1,745	219,948	-0,072	-1,817	-0,299859	-2,04485945	8 448,56	1,745	1,745	-2,228012	-0,48301167	1 440,18	31 août 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	220,163	0,098	-1,647	-2,940383	-4,68538274	8 200,14	1,745	1,745	-4,527985	-2,78298546	1 400,10	1 septembre 2010
1,745	221,091	0,422	-1,323	0,1506072	-1,59439282	8 212,49	1,745	1,745	-1,778569	-0,03356903	1 399,63	2 septembre 2010
1,745	223,030	0,877	-0,868	0,836896	-0,908104	8 281,22	1,745	1,745	-0,244603	1,50039653	1 420,63	3 septembre 2010
1,745	226,683	1,638	-0,107	-4,010641	-5,75564094	7 949,09	1,745	1,745	-5,656645	-3,91164483	1 365,06	7 septembre 2010
1,745	227,683	0,441	-1,304	3,5099615	1,76496152	8 228,10	1,745	1,745	0,1149915	1,8599915	1 390,45	8 septembre 2010
1,745	227,728	0,020	-1,725	-1,279761	-3,02476082	8 122,80	1,745	1,745	-2,562002	-0,81700169	1 379,09	9 septembre 2010
1,745	233,978	2,745	1,000	-0,556951	-2,30195081	8 077,56	1,745	1,745	-1,929179	-0,18417942	1 376,55	10 septembre 2010
1,745	234,504	0,225	-1,520	0,4762577	-1,26874232	8 116,03	1,745	1,745	0,2280486	1,97304856	1 403,71	13 septembre 2010
1,745	235,815	0,559	-1,186	0,72326	-1,02173998	8 174,73	1,745	1,745	-0,94569	0,7993104	1 414,93	14 septembre 2010
1,745	233,093	-1,154	-2,899	2,4553716	0,71037161	8 375,45	1,745	1,745	0,1688756	1,9138756	1 442,01	15 septembre 2010
1,745	232,220	-0,375	-2,120	-2,703616	-4,44861593	8 149,01	1,745	1,745	-3,932225	-2,18722478	1 410,47	16 septembre 2010
1,745	228,382	-1,653	-3,398	-1,818012	-3,56301225	8 000,86	1,745	1,745	-3,34234	-1,59733989	1 387,94	17 septembre 2010
1,745	223,205	-2,267	-4,012	-0,800289	-2,54528897	7 936,83	1,745	1,745	-2,501517	-0,75651685	1 377,44	20 septembre 2010
1,745	220,168	-1,361	-3,106	1,7832056	0,03820564	8 078,36	1,745	1,745	0,4627187	2,20771867	1 407,85	21 septembre 2010
1,745	213,776	-2,903	-4,648	-1,506494	-3,25149389	7 956,66	1,745	1,745	-1,39269	0,35231026	1 412,81	22 septembre 2010
1,745	211,166	-1,221	-2,966	1,3373702	-0,4076298	8 063,07	1,745	1,745	-0,65285	1,09214969	1 428,24	23 septembre 2010
1,745	214,388	1,526	-0,219	2,6977318	0,95273176	8 280,59	1,745	1,745	0,5578343	2,30283426	1 461,13	24 septembre 2010
1,745	212,844	-0,720	-2,465	-0,117383	-1,86238294	8 270,87	1,745	1,745	-1,371317	0,37368338	1 466,59	27 septembre 2010
1,745	203,936	-4,185	-5,930	-4,618498	-6,36349842	7 888,88	1,745	1,745	-5,0554	-3,31040032	1 418,04	28 septembre 2010
1,745	207,388	1,693	-0,052	0,642043	-1,10295702	7 939,53	1,745	1,745	-1,769682	-0,02468196	1 417,69	29 septembre 2010
1,745	205,565	-0,879	-2,624	-0,08527	-1,83026953	7 932,76	1,745	1,745	-2,174572	-0,42957205	1 411,60	30 septembre 2010
1,745	204,167	-0,680	-2,425	-1,0381	-2,78310023	7 850,41	1,745	1,745	-1,674867	0,07013318	1 412,59	1 octobre 2010
1,745	208,197	1,974	0,229	-3,79356	-5,53855983	7 552,60	1,745	1,745	-6,059061	-4,3140614	1 351,65	4 octobre 2010
1,745	211,123	1,405	-0,340	0,0401186	-1,70488137	7 555,63	1,745	1,745	-2,067569	-0,32256871	1 347,29	5 octobre 2010
1,745	217,121	2,841	1,096	-1,186929	-2,93192948	7 465,95	1,745	1,745	-1,921651	-0,17665091	1 344,91	6 octobre 2010
1,745	212,403	-2,173	-3,918	-1,343165	-3,08816463	7 365,67	1,745	1,745	-3,61427	-1,86927006	1 319,77	7 octobre 2010
1,745	208,023	-2,062	-3,807	-3,406207	-5,15120745	7 114,78	1,745	1,745	-3,821877	-2,07687703	1 292,36	8 octobre 2010
1,745	205,327	-1,296	-3,041	3,3192875	1,57428746	7 350,94	1,745	1,745	-0,261667	1,48333282	1 311,53	11 octobre 2010
1,745	208,971	1,775	0,030	-1,088976	-2,83397638	7 270,89	1,745	1,745	-2,733159	-0,98815887	1 298,57	12 octobre 2010
1,745	210,311	0,641	-1,104	-1,221446	-2,96644607	7 182,08	1,745	1,745	-2,495826	-0,75082591	1 288,82	13 octobre 2010
1,745	211,452	0,543	-1,202	-1,65899	-3,40399015	7 062,93	1,745	1,745	-3,126108	-1,3811083	1 271,02	14 octobre 2010
1,745	216,234	2,262	0,517	-4,242432	-5,98743197	6 763,29	1,745	1,745	-6,442802	-4,69780177	1 211,31	15 octobre 2010
1,745	217,899	0,770	-0,975	-0,551063	-2,29606317	6 726,02	1,745	1,745	-2,349304	-0,60430443	1 203,99	18 octobre 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	210,932	-3,197	-4,942	2,2274688	0,48246884	6 875,84	1,745	1,745	1,5698116	3,31481158	1 243,90	19 octobre 2010
1,745	210,325	-0,288	-2,033	-4,092591	-5,83759087	6 594,44	1,745	1,745	-4,583653	-2,83865262	1 208,59	20 octobre 2010
1,745	208,266	-0,979	-2,724	0,4928394	-1,25216058	6 626,94	1,745	1,745	-1,653157	0,09184256	1 209,70	21 octobre 2010
1,745	208,557	0,140	-1,605	-1,205534	-2,95053378	6 547,05	1,745	1,745	-2,837833	-1,09283293	1 196,48	22 octobre 2010
1,745	206,962	-0,765	-2,510	5,7955873	4,05058733	6 926,49	1,745	1,745	2,5434127	4,28841268	1 247,79	25 octobre 2010
1,745	198,248	-4,210	-5,955	0,0564499	-1,68855005	6 930,40	1,745	1,745	-0,792115	0,9528847	1 259,68	26 octobre 2010
1,745	196,892	-0,684	-2,429	3,4580977	1,71309766	7 170,06	1,745	1,745	0,2388372	1,98383716	1 284,67	27 octobre 2010
1,745	196,815	-0,039	-1,784	0,752016	-0,99298398	7 223,98	1,745	1,745	-0,76109	0,98391026	1 297,31	28 octobre 2010
1,745	192,213	-2,338	-4,083	-0,097038	-1,84203792	7 216,97	1,745	1,745	-1,096736	0,64826449	1 305,72	29 octobre 2010
1,745	189,019	-1,662	-3,407	2,4765241	0,73152408	7 395,70	1,745	1,745	-0,080784	1,66421591	1 327,45	1 novembre 2010
1,745	191,090	1,096	-0,649	1,2288222	-0,51617785	7 486,58	1,745	1,745	-0,238352	1,50664808	1 347,45	2 novembre 2010
1,745	190,301	-0,413	-2,158	-1,145784	-2,89078352	7 400,80	1,745	1,745	-0,974656	0,77034398	1 357,83	3 novembre 2010
1,745	190,304	0,002	-1,743	-1,654145	-3,3991455	7 278,38	1,745	1,745	-2,866643	-1,12164262	1 342,60	4 novembre 2010
1,745	187,168	-1,648	-3,393	6,8350375	5,09003747	7 775,86	1,745	1,745	2,752989	4,49798898	1 402,99	5 novembre 2010
1,745	177,956	-4,922	-6,667	-1,490382	-3,23538177	7 659,97	1,745	1,745	-2,526902	-0,78190151	1 392,02	8 novembre 2010
1,745	176,095	-1,046	-2,791	1,1728505	-0,57214945	7 749,81	1,745	1,745	-1,10636	0,63864025	1 400,91	9 novembre 2010
1,745	180,570	2,541	0,796	2,254894	0,50989399	7 924,56	1,745	1,745	-0,066091	1,67890871	1 424,43	10 novembre 2010
1,745	175,458	-2,831	-4,576	-1,872407	-3,6174068	7 776,18	1,745	1,745	-3,620136	-1,87513602	1 397,72	11 novembre 2010
1,745	174,803	-0,373	-2,118	-3,268443	-5,01344286	7 522,02	1,745	1,745	-4,9817	-3,23669977	1 352,48	12 novembre 2010
1,745	172,704	-1,201	-2,946	1,1552748	-0,58972522	7 608,92	1,745	1,745	-0,531673	1,21332663	1 368,89	15 novembre 2010
1,745	181,567	5,132	3,387	2,0065923	0,26159226	7 761,60	1,745	1,745	-0,262047	1,48295334	1 389,19	16 novembre 2010
1,745	183,216	0,908	-0,837	2,7891156	1,04411565	7 978,08	1,745	1,745	1,9391613	3,68416127	1 440,37	17 novembre 2010
1,745	186,612	1,854	0,109	0,4952319	-1,24976806	8 017,59	1,745	1,745	-1,808178	-0,06317821	1 439,46	18 novembre 2010
1,745	189,506	1,551	-0,194	-0,520605	-2,26560532	7 975,85	1,745	1,745	-2,365372	-0,62037153	1 430,53	19 novembre 2010
1,745	191,917	1,272	-0,473	-2,335676	-4,08067582	7 789,56	1,745	1,745	-3,555518	-1,81051778	1 404,63	22 novembre 2010
1,745	195,002	1,607	-0,138	0,6104324	-1,13456758	7 837,11	1,745	1,745	-1,255191	0,4898087	1 411,51	23 novembre 2010
1,745	197,371	1,215	-0,530	3,1423573	1,39735732	8 083,38	1,745	1,745	0,5681257	2,31312566	1 444,16	24 novembre 2010
1,745	201,087	1,883	0,138	-0,316328	-2,06132807	8 057,81	1,745	1,745	-1,427861	0,31713938	1 448,74	26 novembre 2010
1,745	197,967	-1,552	-3,297	-1,708032	-3,45303233	7 920,18	1,745	1,745	-2,192975	-0,44797548	1 442,25	29 novembre 2010
1,745	207,976	5,056	3,311	1,3817868	-0,36321322	8 029,62	1,745	1,745	-1,622275	0,12272491	1 444,02	30 novembre 2010
1,745	206,699	-0,614	-2,359	1,1932072	-0,55179285	8 125,43	1,745	1,745	-0,531028	1,21397211	1 461,55	1 décembre 2010
1,745	208,127	0,691	-1,054	0,0726115	-1,67238846	8 131,33	1,745	1,745	-1,43916	0,30583969	1 466,02	2 décembre 2010
1,745	211,302	1,526	-0,219	-3,561533	-5,30653298	7 841,73	1,745	1,745	-4,704032	-2,95903194	1 422,64	3 décembre 2010

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	207,212	-1,936	-3,681	1,630125	-0,11487501	7 969,56	1,745	1,745	-0,98163	0,76336951	1 433,50	6 décembre 2010
1,745	198,897	-4,013	-5,758	-1,041337	-2,78633729	7 886,57	1,745	1,745	-1,772206	-0,02720614	1 433,11	7 décembre 2010
1,745	202,036	1,578	-0,167	0,8937979	-0,85120206	7 957,06	1,745	1,745	-0,88882	0,85617992	1 445,38	8 décembre 2010
1,745	205,211	1,572	-0,173	1,4984178	-0,24658224	8 076,29	1,745	1,745	0,1928987	1,93789868	1 473,39	9 décembre 2010
1,745	214,327	4,442	2,697	-0,635069	-2,38006882	8 025,00	1,745	1,745	-2,638857	-0,89385702	1 460,22	10 décembre 2010
1,745	214,961	0,296	-1,449	-0,100312	-1,84531153	8 016,95	1,745	1,745	-2,407229	-0,66222898	1 450,55	13 décembre 2010
1,745	213,765	-0,556	-2,301	2,1052894	0,36028942	8 185,73	1,745	1,745	0,284575	2,02957499	1 479,99	14 décembre 2010
1,745	209,966	-1,777	-3,522	-0,21513	-1,96013048	8 168,12	1,745	1,745	-1,153104	0,59189589	1 488,75	15 décembre 2010
1,745	210,360	0,188	-1,557	0,54223	-1,20276996	8 212,41	1,745	1,745	-1,083371	0,66162888	1 498,60	16 décembre 2010
1,745	217,004	3,158	1,413	2,6098307	0,86483073	8 426,74	1,745	1,745	1,3131876	3,05818764	1 544,43	17 décembre 2010
1,745	217,266	0,121	-1,624	-0,19094	-1,93593979	8 410,65	1,745	1,745	-2,040255	-0,29525456	1 539,87	20 décembre 2010
1,745	218,438	0,539	-1,206	1,2083489	-0,53665106	8 512,28	1,745	1,745	-0,789725	0,95527545	1 554,58	21 décembre 2010
1,745	217,609	-0,380	-2,125	-1,20332	-2,94832038	8 409,85	1,745	1,745	-2,262181	-0,51718149	1 546,54	22 décembre 2010
1,745	217,907	0,137	-1,608	1,9596069	0,21460689	8 574,65	1,745	1,745	-0,206081	1,53891914	1 570,34	23 décembre 2010
1,745	220,790	1,323	-0,422	-1,817917	-3,56291677	8 418,77	1,745	1,745	-2,658178	-0,91317804	1 556,00	27 décembre 2010
1,745	221,869	0,489	-1,256	0,5979496	-1,14705042	8 469,11	1,745	1,745	-1,114537	0,63046272	1 565,81	28 décembre 2010
1,745	214,295	-3,414	-5,159	-2,175199	-3,92019905	8 284,89	1,745	1,745	-3,68521	-1,94020986	1 535,43	29 décembre 2010
1,745	215,680	0,646	-1,099	0,5604178	-1,18458218	8 331,32	1,745	1,745	-1,745651	-0,00065128	1 535,42	30 décembre 2010
1,745	216,006	0,151	-1,594	-0,752342	-2,49734177	8 268,64	1,745	1,745	-1,862883	-0,11788305	1 533,61	31 décembre 2010
1,745	217,865	0,861	-0,884	2,8473848	1,10238482	8 504,08	1,745	1,745	0,3168019	2,06180189	1 565,23	3 janvier 2011
1,745	222,261	2,018	0,273	-0,343717	-2,08871737	8 474,85	1,745	1,745	-0,58862	1,15637957	1 583,33	4 janvier 2011
1,745	220,408	-0,834	-2,579	-0,623138	-2,36813787	8 422,04	1,745	1,745	-0,923314	0,82168594	1 596,34	5 janvier 2011
1,745	217,767	-1,198	-2,943	-1,5425	-3,28750039	8 292,13	1,745	1,745	-3,321105	-1,57610534	1 571,18	6 janvier 2011
1,745	223,019	2,412	0,667	-0,178603	-1,92360309	8 277,32	1,745	1,745	-1,569972	0,17502769	1 573,93	7 janvier 2011
1,745	225,241	0,996	-0,749	2,36997	0,62496999	8 473,49	1,745	1,745	-0,306562	1,43843754	1 596,57	10 janvier 2011
1,745	225,960	0,319	-1,426	-2,047208	-3,79220841	8 300,02	1,745	1,745	-2,350047	-0,60504707	1 586,91	11 janvier 2011
1,745	233,086	3,154	1,409	1,2503584	-0,49464157	8 403,80	1,745	1,745	-0,917606	0,82739412	1 600,04	12 janvier 2011
1,745	233,441	0,152	-1,593	1,148647	-0,59635296	8 500,33	1,745	1,745	-0,101916	1,64308392	1 626,33	13 janvier 2011
1,745	236,473	1,299	-0,446	2,6011931	0,85619313	8 721,44	1,745	1,745	1,2070454	2,9520454	1 674,34	14 janvier 2011
1,745	236,391	-0,035	-1,780	0,2227843	-1,52221569	8 740,87	1,745	1,745	-1,224795	0,52020498	1 683,05	18 janvier 2011
1,745	241,180	2,026	0,281	-0,750383	-2,49538297	8 675,28	1,745	1,745	-3,761577	-2,01657705	1 649,11	19 janvier 2011
1,745	238,872	-0,957	-2,702	0,8640643	-0,88093567	8 750,24	1,745	1,745	-1,435742	0,30925772	1 654,21	20 janvier 2011
1,745	238,357	-0,216	-1,961	0,1473102	-1,59768975	8 763,13	1,745	1,745	-1,689989	0,05501115	1 655,12	21 janvier 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	233,023	-2,238	-3,983	0,0155196	-1,72948043	8 764,49	1,745	1,745	-2,633153	-0,88815312	1 640,42	24 janvier 2011
1,745	232,902	-0,052	-1,797	-0,016316	-1,76131584	8 763,06	1,745	1,745	-0,93667	0,80832957	1 653,68	25 janvier 2011
1,745	233,198	0,127	-1,618	-0,274333	-2,01933339	8 739,02	1,745	1,745	-1,236437	0,50856272	1 662,09	26 janvier 2011
1,745	237,439	1,819	0,074	0,3650295	-1,37997051	8 770,92	1,745	1,745	-0,710158	1,03484168	1 679,29	27 janvier 2011
1,745	240,654	1,354	-0,391	0,3231132	-1,4218868	8 799,26	1,745	1,745	-2,206505	-0,46150456	1 671,54	28 janvier 2011
1,745	242,342	0,701	-1,044	-2,126656	-3,87165611	8 612,13	1,745	1,745	-4,487381	-2,74238128	1 625,70	31 janvier 2011
1,745	238,209	-1,705	-3,450	-1,247775	-2,99277494	8 504,67	1,745	1,745	-2,550807	-0,80580673	1 612,60	1 février 2011
1,745	239,237	0,432	-1,313	-0,088069	-1,83306926	8 497,18	1,745	1,745	-2,259077	-0,51407665	1 604,31	2 février 2011
1,745	239,581	0,144	-1,601	0,6875222	-1,05747779	8 555,60	1,745	1,745	-1,769933	-0,02493284	1 603,91	3 février 2011
1,745	242,789	1,339	-0,406	-0,185493	-1,93049254	8 539,73	1,745	1,745	-1,041095	0,70390483	1 615,20	4 février 2011
1,745	241,971	-0,337	-2,082	-2,350426	-4,0954256	8 339,01	1,745	1,745	-4,657952	-2,91295196	1 568,15	7 février 2011
1,745	242,890	0,380	-1,365	-0,193068	-1,93806848	8 322,91	1,745	1,745	-1,602794	0,14220578	1 570,38	8 février 2011
1,745	246,694	1,566	-0,179	-0,276946	-2,0219464	8 299,86	1,745	1,745	-0,793001	0,95199888	1 585,33	9 février 2011
1,745	253,293	2,675	0,930	2,0788302	0,33383025	8 472,40	1,745	1,745	-0,290413	1,45458674	1 608,39	10 février 2011
1,745	254,286	0,392	-1,353	-0,401421	-2,14642108	8 438,39	1,745	1,745	-1,398691	0,34630904	1 613,96	11 février 2011
1,745	250,026	-1,675	-3,420	1,0782863	-0,66671374	8 529,38	1,745	1,745	-1,106818	0,63818186	1 624,26	14 février 2011
1,745	250,610	0,234	-1,511	-0,965838	-2,71083808	8 447,00	1,745	1,745	-2,388986	-0,64398557	1 613,80	15 février 2011
1,745	249,974	-0,254	-1,999	0,6755061	-1,0694939	8 504,06	1,745	1,745	-0,785773	0,95922667	1 629,28	16 février 2011
1,745	247,819	-0,862	-2,607	-2,62604	-4,3710398	8 280,74	1,745	1,745	-4,157108	-2,41210842	1 589,98	17 février 2011
1,745	249,444	0,656	-1,089	0,5329234	-1,21207661	8 324,87	1,745	1,745	-2,722371	-0,97737078	1 574,44	18 février 2011
1,745	251,231	0,716	-1,029	-1,937207	-3,68220743	8 163,60	1,745	1,745	-2,991157	-1,24615736	1 554,82	22 février 2011
1,745	253,388	0,859	-0,886	0,1814151	-1,56358494	8 178,41	1,745	1,745	-2,190711	-0,44571076	1 547,89	23 février 2011
1,745	252,805	-0,230	-1,975	0,058202	-1,68679798	8 183,17	1,745	1,745	-1,218477	0,5265232	1 556,04	24 février 2011
1,745	246,234	-2,599	-4,344	-0,44787	-2,19287045	8 146,52	1,745	1,745	-2,376089	-0,63108918	1 546,22	25 février 2011
1,745	244,134	-0,853	-2,598	2,2728723	0,52787234	8 331,68	1,745	1,745	-0,736088	1,00891206	1 561,82	28 février 2011
1,745	241,837	-0,941	-2,686	0,3337862	-1,41121378	8 359,49	1,745	1,745	-0,615548	1,12945154	1 579,46	1 mars 2011
1,745	242,982	0,473	-1,272	3,0710007	1,32600074	8 616,21	1,745	1,745	1,1597902	2,90479024	1 625,34	2 mars 2011
1,745	244,657	0,689	-1,056	1,1096526	-0,63534738	8 711,82	1,745	1,745	-0,759975	0,98502467	1 641,35	3 mars 2011
1,745	238,386	-2,563	-4,308	0,3686945	-1,37630551	8 743,94	1,745	1,745	-1,297807	0,44719286	1 648,69	4 mars 2011
1,745	237,702	-0,287	-2,032	1,1917968	-0,55320317	8 848,15	1,745	1,745	0,0006283	1,74562835	1 677,47	7 mars 2011
1,745	241,256	1,495	-0,250	0,7661489	-0,97885114	8 915,94	1,745	1,745	-0,94439	0,80061044	1 690,90	8 mars 2011
1,745	243,027	0,734	-1,011	-0,388966	-2,13396628	8 881,26	1,745	1,745	-1,824248	-0,07924774	1 689,56	9 mars 2011
1,745	244,868	0,758	-0,987	2,1171545	0,37215455	9 069,29	1,745	1,745	0,099859	1,84485902	1 720,73	10 mars 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	246,539	0,682	-1,063	0,264078	-1,480922	9 093,24	1,745	1,745	-1,364348	0,3806524	1 727,28	11 mars 2011
1,745	244,905	-0,663	-2,408	0,1679269	-1,57707306	9 108,51	1,745	1,745	-1,342633	0,40236673	1 734,23	14 mars 2011
1,745	247,327	0,989	-0,756	-0,129439	-1,87443939	9 096,72	1,745	1,745	-2,283568	-0,53856755	1 724,89	15 mars 2011
1,745	241,437	-2,381	-4,126	-0,285817	-2,03081731	9 070,72	1,745	1,745	-2,566502	-0,82150166	1 710,72	16 mars 2011
1,745	241,242	-0,081	-1,826	0,9231902	-0,82180978	9 154,46	1,745	1,745	-0,599868	1,14513187	1 730,31	17 mars 2011
1,745	239,337	-0,790	-2,535	0,1873404	-1,55765962	9 171,61	1,745	1,745	-1,287856	0,45714352	1 738,22	18 mars 2011
1,745	236,861	-1,035	-2,780	1,2533241	-0,49167588	9 286,56	1,745	1,745	-0,009316	1,73568363	1 768,39	21 mars 2011
1,745	234,470	-1,009	-2,754	0,3621362	-1,38286375	9 320,19	1,745	1,745	-1,803811	-0,05881056	1 767,35	22 mars 2011
1,745	235,778	0,558	-1,187	-0,420807	-2,16580687	9 280,97	1,745	1,745	-2,526396	-0,78139588	1 753,54	23 mars 2011
1,745	234,394	-0,587	-2,332	-0,266244	-2,01124372	9 256,26	1,745	1,745	-2,341508	-0,59650764	1 743,08	24 mars 2011
1,745	236,887	1,064	-0,681	1,2295463	-0,51545373	9 370,07	1,745	1,745	-1,511505	0,23349473	1 747,15	25 mars 2011
1,745	239,971	1,302	-0,443	-0,342794	-2,0877936	9 337,95	1,745	1,745	-2,06495	-0,31994963	1 741,56	28 mars 2011
1,745	246,921	2,896	1,151	-1,033417	-2,7784174	9 241,45	1,745	1,745	-2,519593	-0,77459289	1 728,07	29 mars 2011
1,745	249,069	0,870	-0,875	1,3002289	-0,44477114	9 361,61	1,745	1,745	-1,067365	0,67763459	1 739,78	30 mars 2011
1,745	249,856	0,316	-1,429	0,3907448	-1,35425525	9 398,19	1,745	1,745	-0,664404	1,0805964	1 758,58	31 mars 2011
1,745	253,740	1,554	-0,191	-0,817072	-2,56207222	9 321,40	1,745	1,745	-2,412015	-0,66701543	1 746,85	1 avril 2011
1,745	255,911	0,856	-0,889	-1,996052	-3,7410521	9 135,34	1,745	1,745	-4,388616	-2,64361565	1 700,67	4 avril 2011
1,745	255,872	-0,015	-1,760	0,9041809	-0,84081909	9 217,94	1,745	1,745	-0,824774	0,92022556	1 716,32	5 avril 2011
1,745	260,816	1,932	0,187	0,6641397	-1,08086029	9 279,16	1,745	1,745	-1,104094	0,64090612	1 727,32	6 avril 2011
1,745	261,499	0,262	-1,483	0,76397	-0,98102999	9 350,05	1,745	1,745	-0,678608	1,06639187	1 745,74	7 avril 2011
1,745	262,950	0,555	-1,190	1,6674777	-0,07752229	9 505,96	1,745	1,745	-0,282583	1,46241708	1 771,27	8 avril 2011
1,745	262,157	-0,302	-2,047	0,0349255	-1,71007454	9 509,28	1,745	1,745	-0,996949	0,74805083	1 784,52	11 avril 2011
1,745	260,540	-0,617	-2,362	0,3155865	-1,42941354	9 539,29	1,745	1,745	-1,672712	0,07228835	1 785,81	12 avril 2011
1,745	264,404	1,483	-0,262	0,0443429	-1,70065708	9 543,52	1,745	1,745	-2,12578	-0,38077959	1 779,01	13 avril 2011
1,745	266,142	0,657	-1,088	0,3888502	-1,35614976	9 580,63	1,745	1,745	-1,70228	0,04272039	1 779,77	14 avril 2011
1,745	271,598	2,050	0,305	-0,380246	-2,12524639	9 544,20	1,745	1,745	-1,30955	0,43544952	1 787,52	15 avril 2011
1,745	271,710	0,041	-1,704	-0,502085	-2,24708504	9 496,28	1,745	1,745	-2,721772	-0,97677229	1 770,06	18 avril 2011
1,745	270,323	-0,510	-2,255	-1,955292	-3,70029197	9 310,60	1,745	1,745	-3,11162	-1,36662034	1 745,87	19 avril 2011
1,745	269,824	-0,185	-1,930	-0,321462	-2,06646156	9 280,67	1,745	1,745	-1,911106	-0,1661063	1 742,97	20 avril 2011
1,745	270,611	0,292	-1,453	0,6889589	-1,05604112	9 344,61	1,745	1,745	-1,279129	0,46587147	1 751,09	21 avril 2011
1,745	269,998	-0,227	-1,972	1,0343931	-0,71060691	9 441,27	1,745	1,745	-0,623984	1,12101605	1 770,72	25 avril 2011
1,745	267,202	-1,036	-2,781	0,593882	-1,15111803	9 497,34	1,745	1,745	0,3445455	2,0895455	1 807,72	26 avril 2011
1,745	269,086	0,705	-1,040	0,5251997	-1,21980031	9 547,22	1,745	1,745	-1,159179	0,58582081	1 818,31	27 avril 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	272,471	1,258	-0,487	0,8406636	-0,90433644	9 627,48	1,745	1,745	-0,689624	1,0553756	1 837,50	28 avril 2011
1,745	270,776	-0,622	-2,367	-0,22924	-1,97423963	9 605,41	1,745	1,745	-1,350442	0,39455782	1 844,75	29 avril 2011
1,745	262,865	-2,922	-4,667	0,222687	-1,52231299	9 626,80	1,745	1,745	-2,030676	-0,28567557	1 839,48	2 mai 2011
1,745	265,496	1,001	-0,744	0,5880459	-1,15695413	9 683,41	1,745	1,745	-1,179623	0,56537717	1 849,88	3 mai 2011
1,745	266,642	0,432	-1,313	1,1184077	-0,62659233	9 791,71	1,745	1,745	-0,42978	1,31522045	1 874,21	4 mai 2011
1,745	269,981	1,252	-0,493	-0,079557	-1,82455709	9 783,92	1,745	1,745	-1,686309	0,0586914	1 875,31	5 mai 2011
1,745	274,206	1,565	-0,180	0,3708125	-1,37418748	9 820,20	1,745	1,745	-1,910839	-0,16583925	1 872,20	6 mai 2011
1,745	276,427	0,810	-0,935	-0,420969	-2,16596902	9 778,86	1,745	1,745	-2,202216	-0,45721611	1 863,64	9 mai 2011
1,745	276,952	0,190	-1,555	0,5216354	-1,22336455	9 829,87	1,745	1,745	-0,906319	0,83868129	1 879,27	10 mai 2011
1,745	275,801	-0,416	-2,161	-0,827274	-2,57227442	9 748,55	1,745	1,745	-2,499016	-0,75401619	1 865,10	11 mai 2011
1,745	275,311	-0,178	-1,923	-0,421704	-2,16670374	9 707,44	1,745	1,745	-2,91491	-1,16991046	1 843,28	12 mai 2011
1,745	277,458	0,780	-0,965	-0,435233	-2,18023318	9 665,19	1,745	1,745	-2,134523	-0,38952302	1 836,10	13 mai 2011
1,745	275,096	-0,851	-2,596	1,2847135	-0,46028651	9 789,36	1,745	1,745	-0,887748	0,85725178	1 851,84	16 mai 2011
1,745	270,960	-1,503	-3,248	-0,481748	-2,22674753	9 742,20	1,745	1,745	-1,74824	-0,00324002	1 851,78	17 mai 2011
1,745	268,814	-0,792	-2,537	-0,307117	-2,05211749	9 712,28	1,745	1,745	-1,648336	0,09666375	1 853,57	18 mai 2011
1,745	270,388	0,586	-1,159	-2,090137	-3,83513743	9 509,28	1,745	1,745	-3,827468	-2,08246789	1 814,97	19 mai 2011
1,745	273,356	1,098	-0,647	-0,227252	-1,9722517	9 487,67	1,745	1,745	-2,651902	-0,90690204	1 798,51	20 mai 2011
1,745	276,004	0,969	-0,776	1,1813227	-0,56367729	9 599,75	1,745	1,745	-0,951009	0,79399058	1 812,79	23 mai 2011
1,745	279,591	1,300	-0,445	1,3698273	-0,37517266	9 731,25	1,745	1,745	0,1355267	1,8805267	1 846,88	24 mai 2011
1,745	281,293	0,609	-1,136	-0,058266	-1,8032659	9 725,58	1,745	1,745	-1,560906	0,18409426	1 850,28	25 mai 2011
1,745	283,464	0,772	-0,973	0,6301938	-1,11480622	9 786,87	1,745	1,745	-0,465734	1,27926584	1 873,95	26 mai 2011
1,745	284,734	0,448	-1,297	0,7977014	-0,94729859	9 864,94	1,745	1,745	-1,396538	0,34846181	1 880,48	27 mai 2011
1,745	284,153	-0,204	-1,949	0,2114559	-1,53354408	9 885,80	1,745	1,745	-1,142494	0,60250574	1 891,81	31 mai 2011
1,745	284,874	0,254	-1,491	-0,149103	-1,89410275	9 871,06	1,745	1,745	-1,779887	-0,03488722	1 891,15	1 juin 2011
1,745	289,747	1,711	-0,034	1,4669144	-0,27808561	10 015,86	1,745	1,745	0,0385708	1,78357084	1 924,88	2 juin 2011
1,745	290,879	0,391	-1,354	0,4700545	-1,27494551	10 062,94	1,745	1,745	-1,36056	0,38443955	1 932,28	3 juin 2011
1,745	290,201	-0,233	-1,978	-0,666108	-2,41110752	9 995,91	1,745	1,745	-2,36137	-0,6163703	1 920,37	6 juin 2011
1,745	287,971	-0,768	-2,513	0,9631939	-0,78180605	10 092,19	1,745	1,745	-0,549397	1,19560293	1 943,33	7 juin 2011
1,745	291,217	1,127	-0,618	-0,502468	-2,24746775	10 041,48	1,745	1,745	-2,325447	-0,58044696	1 932,05	8 juin 2011
1,745	289,845	-0,471	-2,216	-0,917395	-2,66239465	9 949,36	1,745	1,745	-2,078325	-0,33332471	1 925,61	9 juin 2011
1,745	286,096	-1,293	-3,038	1,326216	-0,41878404	10 081,31	1,745	1,745	-1,730459	0,01454085	1 925,89	10 juin 2011
1,745	284,412	-0,589	-2,334	-1,082498	-2,82749821	9 972,18	1,745	1,745	-2,544111	-0,79911106	1 910,50	13 juin 2011
1,745	287,001	0,910	-0,835	-1,045107	-2,79010749	9 867,96	1,745	1,745	-2,700771	-0,95577074	1 892,24	14 juin 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	286,883	-0,041	-1,786	0,1440014	-1,60099861	9 882,17	1,745	1,745	-2,276645	-0,53164503	1 882,18	15 juin 2011
1,745	287,232	0,122	-1,623	-1,209046	-2,95404619	9 762,69	1,745	1,745	-3,894104	-2,1491037	1 841,73	16 juin 2011
1,745	281,550	-1,978	-3,723	2,047489	0,30248896	9 962,58	1,745	1,745	-0,436991	1,30800932	1 865,82	17 juin 2011
1,745	278,233	-1,178	-2,923	-2,507885	-4,2528845	9 712,73	1,745	1,745	-3,56136	-1,81635956	1 831,93	20 juin 2011
1,745	280,806	0,925	-0,820	0,7897882	-0,95521175	9 789,44	1,745	1,745	-1,54794	0,19705993	1 835,54	21 juin 2011
1,745	286,497	2,027	0,282	-0,179071	-1,92407051	9 771,91	1,745	1,745	-1,782046	-0,03704632	1 834,86	22 juin 2011
1,745	286,911	0,145	-1,600	0,3093561	-1,4356439	9 802,14	1,745	1,745	-0,619029	1,12597146	1 855,52	23 juin 2011
1,745	290,604	1,287	-0,458	2,0793419	0,33434186	10 005,96	1,745	1,745	-0,76576	0,97924032	1 873,69	24 juin 2011
1,745	291,355	0,258	-1,487	0,174496	-1,570504	10 023,42	1,745	1,745	-1,354861	0,39013924	1 881,00	27 juin 2011
1,745	292,871	0,520	-1,225	2,0304447	0,2854447	10 226,94	1,745	1,745	0,4118315	2,15683147	1 921,57	28 juin 2011
1,745	292,053	-0,279	-2,024	0,1958553	-1,54914474	10 246,97	1,745	1,745	-1,734071	0,01092856	1 921,78	29 juin 2011
1,745	297,433	1,842	0,097	0,4322253	-1,31277467	10 291,26	1,745	1,745	-1,282928	0,46207162	1 930,66	30 juin 2011
1,745	298,489	0,355	-1,390	-0,911356	-2,65635585	10 197,47	1,745	1,745	-2,776254	-1,03125356	1 910,75	1 juillet 2011
1,745	295,775	-0,909	-2,654	0,7158638	-1,02913616	10 270,47	1,745	1,745	-1,132675	0,612325	1 922,45	5 juillet 2011
1,745	299,425	1,234	-0,511	1,3289557	-0,41604427	10 406,96	1,745	1,745	0,0558271	1,80082707	1 957,07	6 juillet 2011
1,745	298,210	-0,406	-2,151	0,2926887	-1,45231126	10 437,42	1,745	1,745	-1,980045	-0,23504525	1 952,47	7 juillet 2011
1,745	297,496	-0,239	-1,984	-0,106444	-1,85144393	10 426,31	1,745	1,745	-1,72144	0,0235599	1 952,93	8 juillet 2011
1,745	297,228	-0,090	-1,835	-0,900319	-2,64531852	10 332,44	1,745	1,745	-3,119857	-1,37485727	1 926,08	11 juillet 2011
1,745	295,230	-0,672	-2,417	-0,138205	-1,8832055	10 318,16	1,745	1,745	-2,227327	-0,4823268	1 916,79	12 juillet 2011
1,745	292,142	-1,046	-2,791	1,2869543	-0,45804574	10 450,95	1,745	1,745	-0,183014	1,56198645	1 946,73	13 juillet 2011
1,745	289,503	-0,903	-2,648	-0,164961	-1,90996108	10 433,71	1,745	1,745	-1,997732	-0,2527315	1 941,81	14 juillet 2011
1,745	283,307	-2,140	-3,885	0,2941427	-1,45085726	10 464,40	1,745	1,745	-0,66405	1,08095025	1 962,80	15 juillet 2011
1,745	287,696	1,549	-0,196	-1,476243	-3,22124326	10 309,92	1,745	1,745	-4,062607	-2,3176075	1 917,31	18 juillet 2011
1,745	282,588	-1,775	-3,520	0,3387029	-1,40629708	10 344,84	1,745	1,745	-1,485261	0,25973891	1 922,29	19 juillet 2011
1,745	283,154	0,200	-1,545	1,2251519	-0,51984814	10 471,58	1,745	1,745	0,2578196	2,00281955	1 960,79	20 juillet 2011
1,745	281,704	-0,512	-2,257	-0,180489	-1,92548852	10 452,68	1,745	1,745	-1,524171	0,22082936	1 965,12	21 juillet 2011
1,745	285,097	1,204	-0,541	-0,827826	-2,57282597	10 366,15	1,745	1,745	-2,143958	-0,39895782	1 957,28	22 juillet 2011
1,745	288,156	1,073	-0,672	0,2194643	-1,52553569	10 388,90	1,745	1,745	-1,85127	-0,10626993	1 955,20	25 juillet 2011
1,745	289,259	0,383	-1,362	0,011647	-1,73335295	10 390,11	1,745	1,745	-1,941911	-0,1969108	1 951,35	26 juillet 2011
1,745	295,865	2,284	0,539	-1,002299	-2,7472993	10 285,97	1,745	1,745	-3,015915	-1,27091501	1 926,55	27 juillet 2011
1,745	295,805	-0,020	-1,765	0,4965988	-1,24840123	10 337,05	1,745	1,745	-1,549832	0,19516753	1 930,31	28 juillet 2011
1,745	297,343	0,520	-1,225	0,6653736	-1,07962642	10 405,83	1,745	1,745	-1,290151	0,45484922	1 939,09	29 juillet 2011
1,745	294,671	-0,899	-2,644	0,6310885	-1,11391147	10 471,50	1,745	1,745	-1,586678	0,15832169	1 942,16	1 août 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	296,098	0,484	-1,261	0,2821945	-1,46280547	10 501,05	1,745	1,745	-0,977813	0,76718705	1 957,06	2 août 2011
1,745	300,700	1,554	-0,191	-0,467096	-2,21209615	10 452,00	1,745	1,745	-2,166551	-0,42155069	1 948,81	3 août 2011
1,745	299,319	-0,459	-2,204	-0,104095	-1,84909491	10 441,12	1,745	1,745	-1,410437	0,33456314	1 955,33	4 août 2011
1,745	299,815	0,166	-1,579	-1,272469	-3,01746885	10 308,26	1,745	1,745	-3,24398	-1,49897971	1 926,02	5 août 2011
1,745	294,928	-1,630	-3,375	0,2001308	-1,54486923	10 328,89	1,745	1,745	-1,553932	0,19106759	1 929,70	8 août 2011
1,745	293,400	-0,518	-2,263	0,8253549	-0,9196451	10 414,14	1,745	1,745	-1,020535	0,72446494	1 943,68	9 août 2011
1,745	298,361	1,691	-0,054	0,4877023	-1,2572977	10 464,93	1,745	1,745	-1,224853	0,52014735	1 953,79	10 août 2011
1,745	296,894	-0,492	-2,237	0,0144291	-1,73057085	10 466,44	1,745	1,745	-1,051476	0,69352387	1 967,34	11 août 2011
1,745	299,508	0,880	-0,865	0,5126863	-1,23231374	10 520,10	1,745	1,745	-1,148255	0,59674484	1 979,08	12 août 2011
1,745	295,166	-1,450	-3,195	0,2564614	-1,48853856	10 547,08	1,745	1,745	-1,440313	0,30468703	1 985,11	15 août 2011
1,745	292,207	-1,002	-2,747	-0,015834	-1,76083377	10 545,41	1,745	1,745	-1,787819	-0,04281879	1 984,26	16 août 2011
1,745	293,667	0,500	-1,245	0,0293967	-1,71560332	10 548,51	1,745	1,745	-1,844281	-0,09928134	1 982,29	17 août 2011
1,745	299,574	2,011	0,266	-1,141962	-2,88696223	10 428,05	1,745	1,745	-2,12335	-0,37835029	1 974,79	18 août 2011
1,745	300,327	0,251	-1,494	1,4951022	-0,24989785	10 583,96	1,745	1,745	0,0075914	1,75259141	2 009,40	19 août 2011
1,745	299,769	-0,186	-1,931	-0,112812	-1,85781222	10 572,02	1,745	1,745	-1,578284	0,16671643	2 012,75	22 août 2011
1,745	299,290	-0,160	-1,905	0,0157018	-1,72929818	10 573,68	1,745	1,745	-1,352502	0,39249783	2 020,65	23 août 2011
1,745	298,376	-0,305	-2,050	0,313798	-1,43120197	10 606,86	1,745	1,745	-1,965226	-0,22022616	2 016,20	24 août 2011
1,745	294,827	-1,189	-2,934	0,1068177	-1,63818234	10 618,19	1,745	1,745	-1,256953	0,48804682	2 026,04	25 août 2011
1,745	294,023	-0,273	-2,018	0,4313353	-1,31366472	10 663,99	1,745	1,745	-1,110758	0,63424217	2 038,89	26 août 2011
1,745	295,271	0,424	-1,321	-0,34443	-2,08943018	10 627,26	1,745	1,745	-2,611648	-0,86664803	2 021,22	29 août 2011
1,745	295,897	0,212	-1,533	0,5035164	-1,24148357	10 680,77	1,745	1,745	-1,295766	0,44923363	2 030,30	30 août 2011
1,745	298,229	0,788	-0,957	0,2788188	-1,46618115	10 710,55	1,745	1,745	-1,188925	0,55607546	2 041,59	31 août 2011
1,745	296,497	-0,581	-2,326	-0,942062	-2,6870618	10 609,65	1,745	1,745	-2,638911	-0,89391112	2 023,34	1 septembre 2011
1,745	298,188	0,570	-1,175	1,0912707	-0,65372932	10 725,43	1,745	1,745	-1,080258	0,66474246	2 036,79	2 septembre 2011
1,745	292,928	-1,764	-3,509	-1,140094	-2,88509415	10 603,15	1,745	1,745	-3,253747	-1,50874661	2 006,06	6 septembre 2011
1,745	292,461	-0,159	-1,904	-2,011383	-3,75638341	10 389,88	1,745	1,745	-3,199593	-1,45459258	1 976,88	7 septembre 2011
1,745	294,913	0,838	-0,907	-2,087608	-3,83260833	10 172,98	1,745	1,745	-3,400133	-1,65513334	1 944,16	8 septembre 2011
1,745	295,997	0,368	-1,377	0,2347395	-1,51026052	10 196,86	1,745	1,745	-1,798494	-0,05349354	1 943,12	9 septembre 2011
1,745	297,970	0,667	-1,078	-0,025204	-1,77020384	10 194,29	1,745	1,745	-2,300293	-0,55529252	1 932,33	12 septembre 2011
1,745	299,645	0,562	-1,183	0,4107201	-1,33427988	10 236,16	1,745	1,745	-2,133132	-0,38813246	1 924,83	13 septembre 2011
1,745	299,522	-0,041	-1,786	-1,130307	-2,87530668	10 120,46	1,745	1,745	-2,670796	-0,92579604	1 907,01	14 septembre 2011
1,745	300,864	0,448	-1,297	-0,524976	-2,26997614	10 067,33	1,745	1,745	-2,629107	-0,88410653	1 890,15	15 septembre 2011
1,745	301,203	0,113	-1,632	1,1740948	-0,57090518	10 185,53	1,745	1,745	-0,666779	1,07822131	1 910,53	16 septembre 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	299,715	-0,494	-2,239	1,092923	-0,652077	10 296,85	1,745	1,745	-0,593487	1,15151293	1 932,53	19 septembre 2011
1,745	299,435	-0,093	-1,838	-0,255418	-2,00041792	10 270,55	1,745	1,745	-2,03995	-0,29495014	1 926,83	20 septembre 2011
1,745	299,435	0,000	-1,745	-2,613005	-4,35800515	10 002,18	1,745	1,745	-4,485771	-2,74077111	1 874,02	21 septembre 2011
1,745	304,692	1,756	0,011	0,1004781	-1,6445219	10 012,23	1,745	1,745	-2,653208	-0,90820802	1 857,00	22 septembre 2011
1,745	305,894	0,394	-1,351	-1,037132	-2,78213159	9 908,39	1,745	1,745	-2,134876	-0,38987614	1 849,76	23 septembre 2011
1,745	306,291	0,130	-1,615	1,5163917	-0,22860834	10 058,64	1,745	1,745	-0,416179	1,32882104	1 874,34	26 septembre 2011
1,745	305,865	-0,139	-1,884	-0,201419	-1,94641888	10 038,38	1,745	1,745	-2,06618	-0,32117972	1 868,32	27 septembre 2011
1,745	307,136	0,416	-1,329	1,0540545	-0,69094546	10 144,19	1,745	1,745	-0,728044	1,01695641	1 887,32	28 septembre 2011
1,745	309,593	0,800	-0,945	-0,444097	-2,18909657	10 099,14	1,745	1,745	-1,786328	-0,04132844	1 886,54	29 septembre 2011
1,745	307,566	-0,655	-2,400	1,680044	-0,06495596	10 268,81	1,745	1,745	-0,010078	1,73492213	1 919,27	30 septembre 2011
1,745	307,715	0,048	-1,697	0,3937165	-1,35128349	10 309,24	1,745	1,745	-1,353705	0,39129461	1 926,78	3 octobre 2011
1,745	309,181	0,476	-1,269	0,811505	-0,93349498	10 392,90	1,745	1,745	-1,507298	0,23770228	1 931,36	4 octobre 2011
1,745	306,335	-0,920	-2,665	0,0909275	-1,65407254	10 402,35	1,745	1,745	-1,829914	-0,08491426	1 929,72	5 octobre 2011
1,745	306,977	0,210	-1,535	-0,182363	-1,92736264	10 383,38	1,745	1,745	-1,521133	0,22386667	1 934,04	6 octobre 2011
1,745	308,150	0,382	-1,363	-0,972419	-2,71741939	10 282,41	1,745	1,745	-2,859765	-1,11476495	1 912,48	7 octobre 2011
1,745	303,322	-1,567	-3,312	0,8923005	-0,85269946	10 374,16	1,745	1,745	-1,419768	0,32523216	1 918,70	10 octobre 2011
1,745	298,765	-1,502	-3,247	-0,512138	-2,25713785	10 321,03	1,745	1,745	-2,401695	-0,65669464	1 906,10	11 octobre 2011
1,745	294,286	-1,499	-3,244	0,0409843	-1,70401572	10 325,26	1,745	1,745	-1,123312	0,62168826	1 917,95	12 octobre 2011
1,745	293,895	-0,133	-1,878	0,760562	-0,98443804	10 403,79	1,745	1,745	-0,661552	1,08344847	1 938,73	13 octobre 2011
1,745	291,832	-0,702	-2,447	0,02105	-1,72394998	10 405,98	1,745	1,745	-1,071363	0,67363687	1 951,79	14 octobre 2011
1,745	290,758	-0,368	-2,113	-0,088603	-1,8336029	10 396,76	1,745	1,745	-1,266465	0,47853509	1 961,13	17 octobre 2011
1,745	288,541	-0,762	-2,507	0,4557189	-1,2892811	10 444,14	1,745	1,745	-2,02953	-0,28452984	1 955,55	18 octobre 2011
1,745	286,327	-0,767	-2,512	1,1686936	-0,57630636	10 566,20	1,745	1,745	-0,482951	1,26204904	1 980,23	19 octobre 2011
1,745	288,526	0,768	-0,977	-0,129469	-1,87446944	10 552,52	1,745	1,745	-1,440995	0,30400509	1 986,25	20 octobre 2011
1,745	292,263	1,295	-0,450	0,1123902	-1,63260978	10 564,38	1,745	1,745	-1,697675	0,04732536	1 987,19	21 octobre 2011
1,745	291,380	-0,302	-2,047	0,027924	-1,71707598	10 567,33	1,745	1,745	-1,330344	0,41465587	1 995,43	24 octobre 2011
1,745	283,110	-2,838	-4,583	0,4212038	-1,32379616	10 611,84	1,745	1,745	-1,634247	0,11075307	1 997,64	25 octobre 2011
1,745	279,552	-1,257	-3,002	0,1210912	-1,62390884	10 624,69	1,745	1,745	-1,487196	0,25780421	2 002,79	26 octobre 2011
1,745	278,774	-0,278	-2,023	0,1643342	-1,58066579	10 642,15	1,745	1,745	-2,137952	-0,39295183	1 994,92	27 octobre 2011
1,745	281,254	0,890	-0,855	0,4118529	-1,33314713	10 685,98	1,745	1,745	-0,930431	0,81456901	2 011,17	28 octobre 2011
1,745	281,463	0,074	-1,671	0,4462857	-1,29871431	10 733,67	1,745	1,745	-0,983752	0,76124843	2 026,48	31 octobre 2011
1,745	283,396	0,687	-1,058	0,4238997	-1,32110025	10 779,17	1,745	1,745	-2,019367	-0,27436738	2 020,92	1 novembre 2011
1,745	283,139	-0,091	-1,836	-0,345017	-2,09001729	10 741,98	1,745	1,745	-2,246257	-0,50125685	2 010,79	2 novembre 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	283,277	0,049	-1,696	0,4087701	-1,33622992	10 785,89	1,745	1,745	-1,538613	0,20638654	2 014,94	3 novembre 2011
1,745	287,472	1,481	-0,264	0,954395	-0,79060495	10 888,83	1,745	1,745	-1,248707	0,49629269	2 024,94	4 novembre 2011
1,745	289,957	0,864	-0,881	-0,483799	-2,22879853	10 836,15	1,745	1,745	-2,593914	-0,84891404	2 007,75	7 novembre 2011
1,745	291,026	0,369	-1,376	0,0466956	-1,69830445	10 841,21	1,745	1,745	-1,987062	-0,24206201	2 002,89	8 novembre 2011
1,745	289,642	-0,476	-2,221	0,0844002	-1,66059983	10 850,36	1,745	1,745	-1,575245	0,1697547	2 006,29	9 novembre 2011
1,745	291,230	0,548	-1,197	0,4193409	-1,32565907	10 895,86	1,745	1,745	-1,046198	0,69880227	2 020,31	10 novembre 2011
1,745	288,590	-0,907	-2,652	0,1060953	-1,63890466	10 907,42	1,745	1,745	-1,596508	0,14849206	2 023,31	11 novembre 2011
1,745	289,359	0,266	-1,479	-0,465646	-2,21064632	10 856,63	1,745	1,745	-1,821607	-0,07660714	2 021,76	14 novembre 2011
1,745	286,907	-0,847	-2,592	0,6488201	-1,09617988	10 927,07	1,745	1,745	-0,678602	1,06639759	2 043,32	15 novembre 2011
1,745	289,497	0,903	-0,842	0,4253656	-1,31963437	10 973,55	1,745	1,745	-1,103397	0,64160288	2 056,43	16 novembre 2011
1,745	291,582	0,720	-1,025	-0,032442	-1,77744164	10 969,99	1,745	1,745	-1,617108	0,12789154	2 059,06	17 novembre 2011
1,745	294,009	0,832	-0,913	-0,66062	-2,40562047	10 897,52	1,745	1,745	-2,061164	-0,31616369	2 052,55	18 novembre 2011
1,745	296,053	0,695	-1,050	0,2711626	-1,47383739	10 927,07	1,745	1,745	-1,923802	-0,17880198	2 048,88	21 novembre 2011
1,745	295,458	-0,201	-1,946	0,6431733	-1,10182667	10 997,35	1,745	1,745	-0,908445	0,83655461	2 066,02	22 novembre 2011
1,745	299,306	1,302	-0,443	0,0783825	-1,66661748	11 005,97	1,745	1,745	-1,613346	0,1316541	2 068,74	23 novembre 2011
1,745	300,691	0,463	-1,282	0,1222064	-1,6227936	11 019,42	1,745	1,745	-1,915635	-0,17063527	2 065,21	25 novembre 2011
1,745	300,562	-0,043	-1,788	0,9409751	-0,80402489	11 123,11	1,745	1,745	-0,849692	0,89530847	2 083,70	28 novembre 2011
1,745	302,233	0,556	-1,189	0,1929317	-1,55206835	11 144,57	1,745	1,745	-1,550154	0,19484571	2 087,76	29 novembre 2011
1,745	302,619	0,128	-1,617	-1,129788	-2,87478787	11 018,66	1,745	1,745	-3,043521	-1,2985209	2 060,65	30 novembre 2011
1,745	303,776	0,382	-1,363	0,666052	-1,07894805	11 092,05	1,745	1,745	-2,250666	-0,50566569	2 050,23	1 décembre 2011
1,745	302,196	-0,520	-2,265	0,2254768	-1,51952319	11 117,06	1,745	1,745	-0,86266	0,88234003	2 068,32	2 décembre 2011
1,745	305,145	0,976	-0,769	0,0707021	-1,67429785	11 124,92	1,745	1,745	-1,931625	-0,18662489	2 064,46	5 décembre 2011
1,745	307,664	0,826	-0,919	0,0842253	-1,66077468	11 134,29	1,745	1,745	-2,277343	-0,5323426	2 053,47	6 décembre 2011
1,745	306,205	-0,474	-2,219	0,6285987	-1,11640132	11 204,28	1,745	1,745	-1,085141	0,65985868	2 067,02	7 décembre 2011
1,745	304,742	-0,478	-2,223	0,0066939	-1,73830613	11 205,03	1,745	1,745	-1,338134	0,40686592	2 075,43	8 décembre 2011
1,745	305,022	0,092	-1,653	-1,901289	-3,64628897	10 991,99	1,745	1,745	-3,768677	-2,02367702	2 033,43	9 décembre 2011
1,745	306,838	0,595	-1,150	0,4847166	-1,2602834	11 045,27	1,745	1,745	-2,034167	-0,28916658	2 027,55	12 décembre 2011
1,745	304,408	-0,792	-2,537	1,1049979	-0,64000211	11 167,32	1,745	1,745	-0,898658	0,84634164	2 044,71	13 décembre 2011
1,745	304,644	0,078	-1,667	-1,4212	-3,16620043	11 008,61	1,745	1,745	-2,447789	-0,70278915	2 030,34	14 décembre 2011
1,745	305,138	0,162	-1,583	1,3009817	-0,44401831	11 151,83	1,745	1,745	-1,578525	0,16647458	2 033,72	15 décembre 2011
1,745	307,160	0,663	-1,082	-2,018144	-3,76314411	10 926,77	1,745	1,745	-4,129301	-2,38430069	1 985,23	16 décembre 2011
1,745	307,491	0,108	-1,637	-0,536755	-2,28175514	10 868,12	1,745	1,745	-2,797271	-1,05227102	1 964,34	19 décembre 2011
1,745	307,404	-0,028	-1,773	-3,200185	-4,9451855	10 520,32	1,745	1,745	-4,252203	-2,50720344	1 915,09	20 décembre 2011

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	310,660	1,059	-0,686	-1,329712	-3,0747124	10 380,43	1,745	1,745	-3,850906	-2,10590625	1 874,76	21 décembre 2011
1,745	310,847	0,060	-1,685	3,8987788	2,15377876	10 785,14	1,745	1,745	2,4342016	4,1792016	1 953,11	22 décembre 2011
1,745	312,192	0,433	-1,312	-0,341952	-2,08695198	10 748,26	1,745	1,745	-2,32766	-0,58266047	1 941,73	23 décembre 2011
1,745	312,466	0,088	-1,657	1,3830146	-0,36198545	10 896,91	1,745	1,745	-0,469333	1,27566654	1 966,50	27 décembre 2011
1,745	311,546	-0,294	-2,039	-1,045801	-2,79080106	10 782,95	1,745	1,745	-2,245381	-0,50038139	1 956,66	28 décembre 2011
1,745	310,822	-0,232	-1,977	-1,509698	-3,25469818	10 620,16	1,745	1,745	-3,67993	-1,93492993	1 918,80	29 décembre 2011
1,745	313,811	0,962	-0,783	0,053389	-1,69161097	10 625,83	1,745	1,745	-2,490779	-0,74577861	1 904,49	30 décembre 2011
1,745	315,050	0,395	-1,350	-1,081139	-2,82613907	10 510,95	1,745	1,745	-2,594046	-0,8490462	1 888,32	3 janvier 2012
1,745	314,008	-0,331	-2,076	-0,633435	-2,37843466	10 444,37	1,745	1,745	-2,994788	-1,24978817	1 864,72	4 janvier 2012
1,745	317,471	1,103	-0,642	-3,603472	-5,34847249	10 068,01	1,745	1,745	-4,822138	-3,07713759	1 807,34	5 janvier 2012
1,745	318,046	0,181	-1,564	1,2453305	-0,49966949	10 193,39	1,745	1,745	-1,3173	0,42770038	1 815,07	6 janvier 2012
1,745	313,102	-1,554	-3,299	-1,24414	-2,98913958	10 066,57	1,745	1,745	-2,376381	-0,63138061	1 803,61	9 janvier 2012
1,745	311,227	-0,599	-2,344	-0,226691	-1,97169092	10 043,75	1,745	1,745	-3,04517	-1,30017021	1 780,16	10 janvier 2012
1,745	314,032	0,901	-0,844	-0,689981	-2,43498133	9 974,45	1,745	1,745	-1,382111	0,36288873	1 786,62	11 janvier 2012
1,745	313,592	-0,140	-1,885	2,8526886	1,10768862	10 258,99	1,745	1,745	1,4409041	3,18590411	1 843,54	12 janvier 2012
1,745	311,869	-0,549	-2,294	-1,19271	-2,93771	10 136,63	1,745	1,745	-2,187084	-0,44208425	1 835,39	13 janvier 2012
1,745	313,485	0,518	-1,227	-1,110921	-2,85592148	10 024,02	1,745	1,745	-3,13653	-1,39152987	1 809,85	17 janvier 2012
1,745	314,640	0,368	-1,377	2,249796	0,50479599	10 249,54	1,745	1,745	-0,238245	1,5067547	1 837,12	18 janvier 2012
1,745	308,230	-2,037	-3,782	0,0560025	-1,68899749	10 255,28	1,745	1,745	-0,690088	1,05491204	1 856,50	19 janvier 2012
1,745	305,800	-0,788	-2,533	-3,15262	-4,89761992	9 931,97	1,745	1,745	-4,255638	-2,5106383	1 809,89	20 janvier 2012
1,745	309,275	1,136	-0,609	-1,16271	-2,90770992	9 816,49	1,745	1,745	-3,560027	-1,81502743	1 777,04	23 janvier 2012
1,745	307,348	-0,623	-2,368	1,2579853	-0,48701471	9 939,98	1,745	1,745	-1,23235	0,51265025	1 786,15	24 janvier 2012
1,745	307,723	0,122	-1,623	-0,409759	-2,15475938	9 899,25	1,745	1,745	-1,66214	0,08285978	1 787,63	25 janvier 2012
1,745	300,135	-2,466	-4,211	2,7606132	1,01561318	10 172,53	1,745	1,745	0,6626571	2,40765707	1 830,67	26 janvier 2012
1,745	296,314	-1,273	-3,018	0,3788635	-1,36613653	10 211,07	1,745	1,745	-1,080216	0,66478393	1 842,84	27 janvier 2012
1,745	288,215	-2,733	-4,478	-0,197629	-1,94262865	10 190,89	1,745	1,745	-1,083521	0,66147902	1 855,03	30 janvier 2012
1,745	281,620	-2,288	-4,033	2,0987372	0,35373721	10 404,77	1,745	1,745	-0,122924	1,62207619	1 885,12	31 janvier 2012
1,745	295,219	4,829	3,084	0,0450755	-1,69992452	10 409,46	1,745	1,745	-1,585328	0,15967153	1 888,13	1 février 2012
1,745	292,973	-0,761	-2,506	0,2373802	-1,50761977	10 434,17	1,745	1,745	-1,456355	0,28864538	1 893,58	2 février 2012
1,745	296,414	1,175	-0,570	0,1578468	-1,58715323	10 450,64	1,745	1,745	-1,584986	0,16001436	1 896,61	3 février 2012
1,745	295,359	-0,356	-2,101	-0,078751	-1,82375116	10 442,41	1,745	1,745	-1,350085	0,39491514	1 904,10	6 février 2012
1,745	288,307	-2,388	-4,133	-1,42582	-3,17082028	10 293,52	1,745	1,745	-3,136208	-1,39120844	1 877,61	7 février 2012
1,745	285,786	-0,874	-2,619	0,0477971	-1,69720294	10 298,44	1,745	1,745	-2,32446	-0,57946006	1 866,73	8 février 2012

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	284,872	-0,320	-2,065	-1,414195	-3,15919477	10 152,80	1,745	1,745	-3,051563	-1,30656281	1 842,34	9 février 2012
1,745	280,105	-1,673	-3,418	-0,088547	-1,833547	10 143,81	1,745	1,745	-2,076101	-0,33110067	1 836,24	10 février 2012
1,745	271,845	-2,949	-4,694	-0,05215	-1,79715003	10 138,52	1,745	1,745	-1,605585	0,13941533	1 838,80	13 février 2012
1,745	274,241	0,881	-0,864	-2,645554	-4,39055379	9 870,30	1,745	1,745	-4,657769	-2,9127692	1 785,24	14 février 2012
1,745	272,293	-0,710	-2,455	-0,975452	-2,72045161	9 774,02	1,745	1,745	-2,345479	-0,60047949	1 774,52	15 février 2012
1,745	267,424	-1,788	-3,533	-0,424493	-2,16949269	9 732,53	1,745	1,745	-2,267395	-0,52239479	1 765,25	16 février 2012
1,745	269,566	0,801	-0,944	-0,473155	-2,21815549	9 686,48	1,745	1,745	-1,789753	-0,04475287	1 764,46	17 février 2012
1,745	277,401	2,907	1,162	0,5898944	-1,15510563	9 743,62	1,745	1,745	-0,704455	1,04054498	1 782,82	21 février 2012
1,745	276,921	-0,173	-1,918	2,8188702	1,07387019	10 018,28	1,745	1,745	0,106561	1,85156101	1 815,83	22 février 2012
1,745	277,173	0,091	-1,654	1,2048974	-0,54010255	10 138,99	1,745	1,745	-0,63146	1,11354036	1 836,05	23 février 2012
1,745	274,133	-1,097	-2,842	0,5823065	-1,16269348	10 198,03	1,745	1,745	-1,062557	0,68244329	1 848,58	24 février 2012
1,745	276,352	0,809	-0,936	0,1788581	-1,56614193	10 216,27	1,745	1,745	-1,677381	0,06761947	1 849,83	27 février 2012
1,745	279,607	1,178	-0,567	1,4364342	-0,30856576	10 363,02	1,745	1,745	-0,417851	1,32714898	1 874,38	28 février 2012
1,745	272,309	-2,610	-4,355	0,0357039	-1,70929612	10 366,72	1,745	1,745	-1,272844	0,47215613	1 883,23	29 février 2012
1,745	267,169	-1,888	-3,633	-0,071479	-1,81647873	10 359,31	1,745	1,745	-1,646765	0,09823548	1 885,08	1 mars 2012
1,745	268,137	0,362	-1,383	-2,523431	-4,26843061	10 097,90	1,745	1,745	-3,803799	-2,05879857	1 846,27	2 mars 2012
1,745	269,385	0,465	-1,280	0,5598194	-1,18518063	10 154,43	1,745	1,745	-1,71196	0,03303959	1 846,88	5 mars 2012
1,745	275,422	2,241	0,496	0,7438133	-1,00118671	10 229,96	1,745	1,745	-1,141821	0,60317942	1 858,02	6 mars 2012
1,745	277,011	0,577	-1,168	-1,069701	-2,81470115	10 120,53	1,745	1,745	-2,260603	-0,51560263	1 848,44	7 mars 2012
1,745	279,874	1,034	-0,711	1,9936703	0,24867029	10 322,30	1,745	1,745	0,0673391	1,81233905	1 881,94	8 mars 2012
1,745	283,987	1,470	-0,275	0,9912519	-0,75374805	10 424,62	1,745	1,745	-1,093013	0,65198678	1 894,21	9 mars 2012
1,745	284,825	0,295	-1,450	0,9670376	-0,77796235	10 525,43	1,745	1,745	-0,78101	0,96399027	1 912,47	12 mars 2012
1,745	285,344	0,182	-1,563	0,1164798	-1,6285202	10 537,69	1,745	1,745	-2,069188	-0,32418809	1 906,27	13 mars 2012
1,745	286,165	0,288	-1,457	-0,377787	-2,12278678	10 497,88	1,745	1,745	-2,13634	-0,39134016	1 898,81	14 mars 2012
1,745	288,299	0,746	-0,999	-0,292631	-2,03763051	10 467,16	1,745	1,745	-1,822417	-0,07741691	1 897,34	15 mars 2012
1,745	284,445	-1,337	-3,082	-0,011656	-1,7566555	10 465,94	1,745	1,745	-1,945807	-0,20080745	1 893,53	16 mars 2012
1,745	282,069	-0,835	-2,580	1,9916032	0,24660324	10 674,38	1,745	1,745	0,531172	2,27617202	1 936,63	19 mars 2012
1,745	278,748	-1,177	-2,922	-0,355993	-2,10099257	10 636,38	1,745	1,745	-1,706273	0,03872707	1 937,38	20 mars 2012
1,745	277,929	-0,294	-2,039	0,4141447	-1,33085534	10 680,43	1,745	1,745	-1,490533	0,25446737	1 942,31	21 mars 2012
1,745	278,778	0,305	-1,440	-0,051028	-1,79602791	10 674,98	1,745	1,745	-1,58797	0,15702952	1 945,36	22 mars 2012
1,745	270,023	-3,140	-4,885	-0,200656	-1,94565611	10 653,56	1,745	1,745	-1,886362	-0,14136201	1 942,61	23 mars 2012
1,745	268,247	-0,658	-2,403	0,4241775	-1,32082254	10 698,75	1,745	1,745	-1,326491	0,41850912	1 950,74	26 mars 2012
1,745	266,740	-0,562	-2,307	-0,509405	-2,2544053	10 644,25	1,745	1,745	-2,519578	-0,77457785	1 935,63	27 mars 2012

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	267,023	0,106	-1,639	-2,493553	-4,23855286	10 378,83	1,745	1,745	-4,633465	-2,88846525	1 879,72	28 mars 2012
1,745	266,364	-0,247	-1,992	-0,567309	-2,31230865	10 319,95	1,745	1,745	-2,314234	-0,56923372	1 869,02	29 mars 2012
1,745	271,026	1,750	0,005	-0,162791	-1,90779149	10 303,15	1,745	1,745	-1,871804	-0,12680442	1 866,65	30 mars 2012
1,745	275,519	1,658	-0,087	-0,011065	-1,75606458	10 302,01	1,745	1,745	-1,462676	0,28232395	1 871,92	2 avril 2012
1,745	278,861	1,213	-0,532	1,0079586	-0,73704136	10 405,85	1,745	1,745	-0,551573	1,19342707	1 894,26	3 avril 2012
1,745	280,779	0,688	-1,057	0,0931207	-1,6518793	10 415,54	1,745	1,745	-1,749223	-0,00422329	1 894,18	4 avril 2012
1,745	280,789	0,004	-1,741	-1,385718	-3,13071788	10 271,21	1,745	1,745	-2,66202	-0,9170195	1 876,81	5 avril 2012
1,745	284,893	1,462	-0,283	-0,560693	-2,30569343	10 213,62	1,745	1,745	-2,579395	-0,83439453	1 861,15	9 avril 2012
1,745	285,967	0,377	-1,368	-0,383899	-2,12889915	10 174,41	1,745	1,745	-1,898131	-0,15313113	1 858,30	10 avril 2012
1,745	285,807	-0,056	-1,801	-1,316637	-3,06163654	10 040,45	1,745	1,745	-3,185026	-1,44002583	1 831,54	11 avril 2012
1,745	280,299	-1,927	-3,672	0,19531	-1,54969003	10 060,06	1,745	1,745	-1,95466	-0,20965963	1 827,70	12 avril 2012
1,745	280,020	-0,100	-1,845	-0,738067	-2,48306717	9 985,81	1,745	1,745	-1,742264	0,00273568	1 827,75	13 avril 2012
1,745	281,292	0,454	-1,291	1,6507424	-0,0942576	10 150,65	1,745	1,745	-0,683586	1,06141431	1 847,15	16 avril 2012
1,745	280,571	-0,256	-2,001	-1,388285	-3,13328548	10 009,73	1,745	1,745	-2,29233	-0,54732967	1 837,04	17 avril 2012
1,745	285,763	1,851	0,106	0,0498515	-1,69514851	10 014,72	1,745	1,745	-2,16633	-0,42132997	1 829,30	18 avril 2012
1,745	287,717	0,684	-1,061	2,5437556	0,79875559	10 269,47	1,745	1,745	0,8833278	2,62832778	1 877,38	19 avril 2012
1,745	290,621	1,009	-0,736	0,4930147	-1,25198527	10 320,10	1,745	1,745	-0,961994	0,7830061	1 892,08	20 avril 2012
1,745	291,099	0,164	-1,581	1,2386508	-0,50634921	10 447,93	1,745	1,745	-0,774639	0,97036066	1 910,44	23 avril 2012
1,745	290,747	-0,121	-1,866	-1,026423	-2,77142342	10 340,69	1,745	1,745	-2,244361	-0,4993614	1 900,90	24 avril 2012
1,745	290,605	-0,049	-1,794	0,4479392	-1,29706084	10 387,01	1,745	1,745	-1,313099	0,43190068	1 909,11	25 avril 2012
1,745	289,751	-0,294	-2,039	0,2717818	-1,47321823	10 415,24	1,745	1,745	-1,324385	0,42061484	1 917,14	26 avril 2012
1,745	296,695	2,397	0,652	0,4563505	-1,2886495	10 462,77	1,745	1,745	-1,357965	0,38703485	1 924,56	27 avril 2012
1,745	296,751	0,019	-1,726	0,7776143	-0,96738566	10 544,13	1,745	1,745	-0,421061	1,32393898	1 950,04	30 avril 2012
1,745	296,712	-0,013	-1,758	-0,167297	-1,91229688	10 526,49	1,745	1,745	-1,320393	0,42460667	1 958,32	1 mai 2012
1,745	296,836	0,042	-1,703	0,4392727	-1,30572727	10 572,73	1,745	1,745	-1,686276	0,0587238	1 959,47	2 mai 2012
1,745	296,636	-0,067	-1,812	0,2090283	-1,53597168	10 594,83	1,745	1,745	-1,830737	-0,08573747	1 957,79	3 mai 2012
1,745	298,156	0,512	-1,233	0,1228901	-1,62210987	10 607,85	1,745	1,745	-1,534559	0,21044137	1 961,91	4 mai 2012
1,745	294,737	-1,147	-2,892	1,374171	-0,37082899	10 753,62	1,745	1,745	-0,59459	1,15040955	1 984,48	7 mai 2012
1,745	286,714	-2,722	-4,467	0,068907	-1,67609297	10 761,03	1,745	1,745	-1,632628	0,11237201	1 986,71	8 mai 2012
1,745	284,970	-0,608	-2,353	-0,201839	-1,94683942	10 739,31	1,745	1,745	-1,848689	-0,10368901	1 984,65	9 mai 2012
1,745	284,576	-0,138	-1,883	-0,715968	-2,46096779	10 662,42	1,745	1,745	-2,148094	-0,40309374	1 976,65	10 mai 2012
1,745	285,353	0,273	-1,472	1,8554887	0,11048872	10 860,26	1,745	1,745	-0,208056	1,53694382	2 007,03	11 mai 2012
1,745	288,516	1,108	-0,637	-0,444004	-2,1890041	10 812,04	1,745	1,745	-1,888994	-0,14399386	2 004,14	14 mai 2012

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	288,701	0,064	-1,681	0,4263765	-1,31862348	10 858,14	1,745	1,745	-1,215596	0,52940413	2 014,75	15 mai 2012
1,745	285,859	-0,984	-2,729	-0,210533	-1,9555333	10 835,28	1,745	1,745	-1,519166	0,22583447	2 019,30	16 mai 2012
1,745	282,688	-1,109	-2,854	-0,435891	-2,1808909	10 788,05	1,745	1,745	-2,005486	-0,26048631	2 014,04	17 mai 2012
1,745	282,495	-0,068	-1,813	0,3858899	-1,35911006	10 829,68	1,745	1,745	-1,046901	0,69809934	2 028,10	18 mai 2012
1,745	278,831	-1,297	-3,042	-0,724029	-2,46902878	10 751,27	1,745	1,745	-2,472282	-0,72728169	2 013,35	21 mai 2012
1,745	277,243	-0,570	-2,315	1,7993223	0,05432231	10 944,72	1,745	1,745	-0,072166	1,67283383	2 047,03	22 mai 2012
1,745	278,158	0,330	-1,415	0,2095074	-1,53549258	10 967,65	1,745	1,745	-1,25551	0,48948965	2 057,05	23 mai 2012
1,745	280,971	1,011	-0,734	-0,173875	-1,91887499	10 948,58	1,745	1,745	-1,861186	-0,1161858	2 054,66	24 mai 2012
1,745	279,804	-0,415	-2,160	0,5288357	-1,2161643	11 006,48	1,745	1,745	-1,313298	0,4317016	2 063,53	25 mai 2012
1,745	279,064	-0,264	-2,009	0,0350702	-1,70992975	11 010,34	1,745	1,745	-1,587988	0,1570125	2 066,77	29 mai 2012
1,745	286,713	2,741	0,996	0,0913687	-1,65363134	11 020,40	1,745	1,745	-1,943861	-0,19886102	2 062,66	30 mai 2012
1,745	288,632	0,669	-1,076	0,6867264	-1,05827357	11 096,08	1,745	1,745	-0,456858	1,2881425	2 089,23	31 mai 2012
1,745	291,717	1,069	-0,676	-0,013608	-1,75860841	11 094,57	1,745	1,745	-1,497062	0,24793824	2 094,41	1 juin 2012
1,745	293,085	0,469	-1,276	-0,286537	-2,03153657	11 062,78	1,745	1,745	-1,723037	0,02196323	2 094,87	4 juin 2012
1,745	290,067	-1,030	-2,775	0,7313713	-1,01362868	11 143,69	1,745	1,745	-1,76839	-0,02339047	2 094,38	5 juin 2012
1,745	291,100	0,356	-1,389	-1,481287	-3,22628672	10 978,62	1,745	1,745	-3,431895	-1,68689541	2 059,05	6 juin 2012
1,745	293,090	0,684	-1,061	1,1781991	-0,56680092	11 107,97	1,745	1,745	-0,786305	0,95869454	2 078,79	7 juin 2012
1,745	293,759	0,228	-1,517	0,3474982	-1,39750176	11 146,57	1,745	1,745	-1,551618	0,19338173	2 082,81	8 juin 2012
1,745	298,013	1,448	-0,297	-0,125689	-1,87068889	11 132,56	1,745	1,745	-1,552472	0,19252836	2 086,82	11 juin 2012
1,745	298,908	0,300	-1,445	0,282864	-1,46213604	11 164,05	1,745	1,745	-1,080832	0,66416845	2 100,68	12 juin 2012
1,745	299,244	0,112	-1,633	0,0484591	-1,69654088	11 169,46	1,745	1,745	-2,057756	-0,31275587	2 094,11	13 juin 2012
1,745	298,493	-0,251	-1,996	-0,38659	-2,13158986	11 126,28	1,745	1,745	-2,597868	-0,85286828	2 076,25	14 juin 2012
1,745	298,465	-0,009	-1,754	-0,110819	-1,85581871	11 113,95	1,745	1,745	-1,214235	0,5307646	2 087,27	15 juin 2012
1,745	302,238	1,264	-0,481	0,0408496	-1,70415044	11 118,49	1,745	1,745	-1,636246	0,1087545	2 089,54	18 juin 2012
1,745	301,763	-0,157	-1,902	0,0551334	-1,68986661	11 124,62	1,745	1,745	-1,394684	0,35031634	2 096,86	19 juin 2012
1,745	302,159	0,131	-1,614	0,5761995	-1,16880054	11 188,72	1,745	1,745	-0,872266	0,87273352	2 115,16	20 juin 2012
1,745	300,515	-0,544	-2,289	0,2360413	-1,5089587	11 215,13	1,745	1,745	-1,533668	0,21133153	2 119,63	21 juin 2012
1,745	305,153	1,543	-0,202	1,95905	0,21404996	11 434,84	1,745	1,745	0,2185502	1,96355024	2 161,25	22 juin 2012
1,745	304,933	-0,072	-1,817	0,0808057	-1,66419432	11 444,08	1,745	1,745	-1,536787	0,20821284	2 165,75	25 juin 2012
1,745	305,712	0,255	-1,490	-0,325408	-2,07040842	11 406,84	1,745	1,745	-1,801332	-0,05633152	2 164,53	26 juin 2012
1,745	306,026	0,103	-1,642	-0,526789	-2,27178919	11 346,75	1,745	1,745	-2,18759	-0,44259031	2 154,95	27 juin 2012
1,745	305,164	-0,282	-2,027	0,0906868	-1,65431324	11 357,04	1,745	1,745	-1,640589	0,10441078	2 157,20	28 juin 2012
1,745	306,692	0,501	-1,244	-0,65105	-2,39604992	11 283,10	1,745	1,745	-2,099163	-0,3541628	2 149,56	29 juin 2012

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	304,900	-0,584	-2,329	-0,802262	-2,54726179	11 192,58	1,745	1,745	-2,927102	-1,18210238	2 124,15	2 juillet 2012
1,745	310,417	1,809	0,064	0,0838949	-1,66110513	11 201,97	1,745	1,745	-2,050063	-0,3050632	2 117,67	3 juillet 2012
1,745	312,215	0,579	-1,166	-1,593202	-3,33820191	11 023,50	1,745	1,745	-3,616869	-1,87186861	2 078,03	5 juillet 2012
1,745	312,292	0,025	-1,720	-0,141697	-1,88669728	11 007,88	1,745	1,745	-1,539998	0,20500185	2 082,29	6 juillet 2012
1,745	312,993	0,224	-1,521	1,574781	-0,17021902	11 181,23	1,745	1,745	0,0112395	1,75623952	2 118,86	9 juillet 2012
1,745	313,392	0,127	-1,618	0,1996203	-1,54537974	11 203,55	1,745	1,745	-1,604358	0,14064167	2 121,84	10 juillet 2012
1,745	312,467	-0,295	-2,040	-0,222876	-1,96787578	11 178,58	1,745	1,745	-1,607384	0,13761641	2 124,76	11 juillet 2012
1,745	316,377	1,251	-0,494	-1,272165	-3,01716516	11 036,37	1,745	1,745	-3,484491	-1,73949058	2 087,80	12 juillet 2012
1,745	317,643	0,400	-1,345	1,367388	-0,37761199	11 187,28	1,745	1,745	-0,582053	1,16294664	2 112,08	13 juillet 2012
1,745	316,829	-0,256	-2,001	-0,851682	-2,59668155	11 092,00	1,745	1,745	-2,582563	-0,83756297	2 094,39	16 juillet 2012
1,745	317,465	0,201	-1,544	-0,356203	-2,10120267	11 052,49	1,745	1,745	-2,241087	-0,49608717	2 084,00	17 juillet 2012
1,745	312,647	-1,518	-3,263	-0,420448	-2,16544824	11 006,02	1,745	1,745	-2,315058	-0,57005758	2 072,12	18 juillet 2012
1,745	315,690	0,973	-0,772	2,2693035	0,52430353	11 255,78	1,745	1,745	0,4165544	2,16155435	2 116,91	19 juillet 2012
1,745	316,567	0,278	-1,467	0,9473355	-0,7976645	11 362,41	1,745	1,745	-0,265957	1,47904257	2 148,22	20 juillet 2012
1,745	316,088	-0,151	-1,896	0,1732027	-1,57179731	11 382,09	1,745	1,745	-1,024869	0,72013109	2 163,69	23 juillet 2012
1,745	317,985	0,600	-1,145	-0,174836	-1,91983608	11 362,19	1,745	1,745	-1,586475	0,15852548	2 167,12	24 juillet 2012
1,745	316,723	-0,397	-2,142	-0,026667	-1,77166739	11 359,16	1,745	1,745	-1,607952	0,13704825	2 170,09	25 juillet 2012
1,745	313,819	-0,917	-2,662	0,1172622	-1,62773781	11 372,48	1,745	1,745	-1,954208	-0,20920791	2 165,55	26 juillet 2012
1,745	315,636	0,579	-1,166	-0,021279	-1,76627944	11 370,06	1,745	1,745	-1,54736	0,19764032	2 169,83	27 juillet 2012
1,745	315,947	0,099	-1,646	0,3540878	-1,39091216	11 410,32	1,745	1,745	-1,467559	0,27744109	2 175,85	30 juillet 2012
1,745	316,778	0,263	-1,482	0,1598553	-1,58514471	11 428,56	1,745	1,745	-1,115361	0,62963899	2 189,55	31 juillet 2012
1,745	319,290	0,793	-0,952	0,4198254	-1,32517458	11 476,54	1,745	1,745	-1,474168	0,27083191	2 195,48	1 août 2012
1,745	319,604	0,098	-1,647	-0,166165	-1,91116506	11 457,47	1,745	1,745	-2,350335	-0,6053346	2 182,19	2 août 2012
1,745	326,908	2,285	0,540	0,3646529	-1,38034707	11 499,25	1,745	1,745	-1,336695	0,40830542	2 191,10	3 août 2012
1,745	327,393	0,148	-1,597	-0,06383	-1,80883025	11 491,91	1,745	1,745	-1,788357	-0,04335722	2 190,15	6 août 2012
1,745	326,573	-0,250	-1,995	-0,11991	-1,86491044	11 478,13	1,745	1,745	-1,677881	0,06711869	2 191,62	7 août 2012
1,745	326,012	-0,172	-1,917	0,4794335	-1,2655665	11 533,16	1,745	1,745	-1,065138	0,67986238	2 206,52	8 août 2012
1,745	323,885	-0,652	-2,397	0,2282982	-1,51670177	11 559,49	1,745	1,745	-1,610399	0,13460109	2 209,49	9 août 2012
1,745	323,021	-0,267	-2,012	0,1211126	-1,62388739	11 573,49	1,745	1,745	-1,601528	0,14347202	2 212,66	10 août 2012
1,745	319,701	-1,028	-2,773	-0,159502	-1,90450245	11 555,03	1,745	1,745	-1,808724	-0,06372421	2 211,25	13 août 2012
1,745	319,243	-0,143	-1,888	0,1774985	-1,56750154	11 575,54	1,745	1,745	-1,638725	0,10627473	2 213,60	14 août 2012
1,745	313,587	-1,772	-3,517	0,0850068	-1,65999317	11 585,38	1,745	1,745	-1,153204	0,59179617	2 226,70	15 août 2012
1,745	313,773	0,059	-1,686	-0,135257	-1,88025668	11 569,71	1,745	1,745	-1,804281	-0,05928055	2 225,38	16 août 2012

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	318,805	1,604	-0,141	0,0674174	-1,67758258	11 577,51	1,745	1,745	-1,640748	0,10425186	2 227,70	17 août 2012
1,745	319,116	0,098	-1,647	0,8053545	-0,93964548	11 670,75	1,745	1,745	-1,136749	0,60825066	2 241,25	20 août 2012
1,745	318,308	-0,253	-1,998	0,175053	-1,56994698	11 691,18	1,745	1,745	-1,800772	-0,05577245	2 240,00	21 août 2012
1,745	312,747	-1,747	-3,492	0,2712301	-1,47376989	11 722,89	1,745	1,745	-2,025357	-0,28035714	2 233,72	22 août 2012
1,745	315,522	0,887	-0,858	-0,218206	-1,96320558	11 697,31	1,745	1,745	-1,992569	-0,24756908	2 228,19	23 août 2012
1,745	316,019	0,158	-1,587	-0,192779	-1,93777937	11 674,76	1,745	1,745	-1,906566	-0,16156611	2 224,59	24 août 2012
1,745	312,333	-1,166	-2,911	-0,319578	-2,0645783	11 637,45	1,745	1,745	-2,113158	-0,36815773	2 216,40	27 août 2012
1,745	310,200	-0,683	-2,428	0,2958552	-1,44914481	11 671,88	1,745	1,745	-0,960394	0,78460567	2 233,79	28 août 2012
1,745	308,381	-0,586	-2,331	0,7159087	-1,02909134	11 755,44	1,745	1,745	-0,539426	1,20557438	2 260,72	29 août 2012
1,745	314,386	1,947	0,202	-0,200248	-1,94524772	11 731,90	1,745	1,745	-1,759597	-0,01459712	2 260,39	30 août 2012
1,745	319,658	1,677	-0,068	0,4728987	-1,27210132	11 787,38	1,745	1,745	-1,645017	0,09998275	2 262,65	31 août 2012
1,745	322,132	0,774	-0,971	0,4288485	-1,31615152	11 837,93	1,745	1,745	-1,115649	0,62935054	2 276,89	4 septembre 2012
1,745	321,784	-0,108	-1,853	-0,106775	-1,85177542	11 825,29	1,745	1,745	-2,332644	-0,58764367	2 263,51	5 septembre 2012
1,745	322,971	0,369	-1,376	-0,021057	-1,76605657	11 822,80	1,745	1,745	-2,935187	-1,19018692	2 236,57	6 septembre 2012
1,745	321,741	-0,381	-2,126	0,4147918	-1,33020824	11 871,84	1,745	1,745	-1,630092	0,1149081	2 239,14	7 septembre 2012
1,745	322,830	0,338	-1,407	0,9154436	-0,8295564	11 980,52	1,745	1,745	-1,192556	0,55244424	2 251,51	10 septembre 2012
1,745	323,939	0,344	-1,401	-0,027795	-1,77279512	11 977,19	1,745	1,745	-1,788082	-0,0430822	2 250,54	11 septembre 2012
1,745	326,217	0,703	-1,042	0,0688809	-1,67611907	11 985,44	1,745	1,745	-0,82211	0,92288962	2 271,31	12 septembre 2012
1,745	326,989	0,237	-1,508	0,0366278	-1,70837222	11 989,83	1,745	1,745	-1,818966	-0,07396613	2 269,63	13 septembre 2012
1,745	324,861	-0,651	-2,396	-1,385591	-3,13059096	11 823,70	1,745	1,745	-3,083104	-1,33810357	2 239,26	14 septembre 2012
1,745	324,605	-0,079	-1,824	0,5770613	-1,16793867	11 891,93	1,745	1,745	-1,283687	0,46131311	2 249,59	17 septembre 2012
1,745	324,259	-0,107	-1,852	1,2464756	-0,49852445	12 040,16	1,745	1,745	0,0357689	1,78076894	2 289,65	18 septembre 2012
1,745	324,522	0,081	-1,664	0,015033	-1,72996698	12 041,97	1,745	1,745	-1,687786	0,05721398	2 290,96	19 septembre 2012
1,745	327,603	0,949	-0,796	0,168494	-1,57650597	12 062,26	1,745	1,745	-1,780356	-0,03535636	2 290,15	20 septembre 2012
1,745	328,233	0,192	-1,553	0,2477977	-1,49720232	12 092,15	1,745	1,745	-1,62885	0,1161496	2 292,81	21 septembre 2012
1,745	328,229	-0,001	-1,746	0,5745876	-1,17041235	12 161,63	1,745	1,745	-1,275707	0,46929314	2 303,57	24 septembre 2012
1,745	328,400	0,052	-1,693	0,5880791	-1,15692093	12 233,15	1,745	1,745	-1,502767	0,24223271	2 309,15	25 septembre 2012
1,745	327,997	-0,123	-1,868	0,0550962	-1,68990381	12 239,89	1,745	1,745	-2,364709	-0,61970855	2 294,84	26 septembre 2012
1,745	328,612	0,188	-1,557	-0,086602	-1,83160209	12 229,29	1,745	1,745	-2,150693	-0,40569277	2 285,53	27 septembre 2012
1,745	329,839	0,373	-1,372	0,3595466	-1,38545337	12 273,26	1,745	1,745	-1,567798	0,17720179	2 289,58	28 septembre 2012
1,745	329,662	-0,054	-1,799	-0,041309	-1,78630932	12 268,19	1,745	1,745	-1,049676	0,69532403	2 305,50	1 octobre 2012
1,745	330,636	0,295	-1,450	-0,338681	-2,08368077	12 226,64	1,745	1,745	-2,162697	-0,41769681	2 295,87	2 octobre 2012
1,745	332,870	0,676	-1,069	0,5032454	-1,24175463	12 288,17	1,745	1,745	-1,092088	0,65291153	2 310,86	3 octobre 2012

## جدول يوضع التطور الإحصائي لكل المتغيرات المكونة للنموذج للفترة 2007-2012

1,745	333,225	0,107	-1,638	0,2438931	-1,50110689	12 318,14	1,745	1,745	-1,297115	0,4478852	2 321,21	4 octobre 2012
1,745	332,146	-0,324	-2,069	0,5935149	-1,15148507	12 391,25	1,745	1,745	-1,465404	0,27959556	2 327,70	5 octobre 2012
1,745	331,578	-0,171	-1,916	-1,44021	-3,18520983	12 212,79	1,745	1,745	-3,32553	-1,58053014	2 290,91	8 octobre 2012
1,745	330,764	-0,245	-1,990	-0,876213	-2,62121256	12 105,78	1,745	1,745	-2,36877	-0,62376959	2 276,62	9 octobre 2012
1,745	329,040	-0,521	-2,266	-0,307952	-2,05295207	12 068,50	1,745	1,745	-1,971213	-0,22621254	2 271,47	10 octobre 2012
1,745	330,789	0,532	-1,213	0,5133198	-1,2316802	12 130,45	1,745	1,745	-0,737283	1,00771747	2 294,36	11 octobre 2012
1,745	335,194	1,332	-0,413	0,79049	-0,95450995	12 226,34	1,745	1,745	-0,88768	0,85731969	2 314,03	12 octobre 2012
1,745	336,721	0,456	-1,289	-1,3767	-3,12169981	12 058,02	1,745	1,745	-2,45977	-0,71477034	2 297,49	15 octobre 2012
1,745	337,416	0,206	-1,539	0,0728146	-1,67218539	12 066,80	1,745	1,745	-1,595707	0,14929336	2 300,92	16 octobre 2012
1,745	336,847	-0,169	-1,914	1,5861703	-0,15882968	12 258,20	1,745	1,745	-0,530703	1,21429689	2 328,86	17 octobre 2012
1,745	338,971	0,631	-1,114	-0,720497	-2,4654973	12 169,88	1,745	1,745	-1,833885	-0,08888469	2 326,79	18 octobre 2012
1,745	337,420	-0,458	-2,203	-0,656128	-2,40112808	12 090,03	1,745	1,745	-2,670739	-0,92573889	2 305,25	19 octobre 2012
1,745	333,650	-1,117	-2,862	1,0285334	-0,71646657	12 214,38	1,745	1,745	-1,710297	0,03470339	2 306,05	22 octobre 2012
1,745	335,048	0,419	-1,326	-0,010561	-1,75556132	12 213,09	1,745	1,745	-2,113596	-0,36859565	2 297,55	23 octobre 2012
1,745	337,195	0,641	-1,104	-1,87078	-3,61577963	11 984,61	1,745	1,745	-3,840711	-2,09571065	2 249,40	24 octobre 2012
1,745	336,885	-0,092	-1,837	0,4988898	-1,24611017	12 044,40	1,745	1,745	-1,599183	0,14581666	2 252,68	25 octobre 2012
1,745	338,791	0,566	-1,179	-0,425426	-2,17042592	11 993,16	1,745	1,745	-2,108567	-0,36356695	2 244,49	26 octobre 2012
1,745	339,392	0,177	-1,568	-1,148488	-2,89348797	11 855,42	1,745	1,745	-3,627833	-1,88283307	2 202,23	31 octobre 2012
1,745	334,543	-1,429	-3,174	-2,042273	-3,78727265	11 613,30	1,745	1,745	-2,531476	-0,78647553	2 184,91	1 novembre 2012
1,745	335,581	0,310	-1,435	1,3888387	-0,35616134	11 774,59	1,745	1,745	-0,564631	1,18036899	2 210,70	2 novembre 2012
1,745	340,981	1,609	-0,136	0,7128061	-1,03219386	11 858,52	1,745	1,745	-1,186353	0,55864658	2 223,05	5 novembre 2012
1,745	341,720	0,217	-1,528	1,5011148	-0,24388519	12 036,53	1,745	1,745	-0,116607	1,62839342	2 259,25	6 novembre 2012
1,745	341,001	-0,210	-1,955	-0,148714	-1,89371396	12 018,63	1,745	1,745	-1,682147	0,06285272	2 260,67	7 novembre 2012
1,745	341,247	0,072	-1,673	0,5607128	-1,18428717	12 086,02	1,745	1,745	-1,470303	0,27469732	2 266,88	8 novembre 2012
1,745	342,923	0,491	-1,254	0,6994859	-1,04551415	12 170,56	1,745	1,745	-0,78112	0,96387987	2 288,73	9 novembre 2012
1,745	344,631	0,498	-1,247	0,4110739	-1,33392606	12 220,59	1,745	1,745	-1,365313	0,37968655	2 297,42	12 novembre 2012
1,745	342,853	-0,516	-2,261	-0,185834	-1,93083391	12 197,88	1,745	1,745	-2,180271	-0,43527087	2 287,42	13 novembre 2012
1,745	341,017	-0,536	-2,281	0,6651156	-1,07988442	12 279,01	1,745	1,745	-1,181483	0,56351698	2 300,31	14 novembre 2012
1,745	341,791	0,227	-1,518	0,5831089	-1,1618911	12 350,61	1,745	1,745	-0,83208	0,91292043	2 321,31	15 novembre 2012
1,745	343,219	0,418	-1,327	-0,250028	-1,99502814	12 319,73	1,745	1,745	-1,634717	0,11028256	2 323,87	16 novembre 2012
1,745	343,036	-0,053	-1,798	0,4625913	-1,28240869	12 376,72	1,745	1,745	-1,154175	0,59082479	2 337,60	19 novembre 2012
1,745	344,939	0,555	-1,190	0,1883375	-1,55666254	12 400,03	1,745	1,745	-1,314216	0,43078371	2 347,67	20 novembre 2012
1,745	346,775	0,532	-1,213	-0,049435	-1,79443536	12 393,90	1,745	1,745	-1,63553	0,10947024	2 350,24	21 novembre 2012



تم بحمد الله

تم بحمد الله