

## دراسة لأدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري والسعودي

دكتور/ محمد السيد يوسف أحمد قمر  
أستاذ التشريعات الاقتصادية والمالية المساعد " جامعة شقراء"  
المملكة العربية السعودية

تقديم:-

إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة سوق الأوراق المالية يتوقف بصورة كبيرة على الأدوات المتاحة للاستثمار في هذه السوق، والتي يكون لها القدرة على تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار في تلك الأدوات، وبالتالي فإن أدوات الاستثمار المتاحة في سوق الأوراق المالية - تعتبر من أهم المحددات لكفاءة البورصة وسوق الأوراق المالية بصفة عامة؛ لذا فقد ظهرت العديد من الابتكارات المالية، وذلك لتزويد السوق بالمنتجات المالية التي تلبى احتياجات المستثمرين.

وتوفر السوق المالية المصرية مجموعة متنوعة من الأدوات الاستثمارية من الأسهم والسندات بأشكالها المتعددة وشهادات الإيداع ووثائق الاستثمار ووثائق صناديق المؤشرات وتم حديثاً إدخال الصكوك والمشتقات المالية من خلال تعديل قانون سوق رأس المال، والذي نص على إدخال أدوات جديدة والسماح بإنشاء بورصات العقود الآجلة، كما توفر السوق المالية السعودية تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية، تتمثل في الأسهم والصكوك والسندات، بالإضافة إلى وحدات صناديق الاستثمار ووحدات صناديق المؤشرات المتداولة.

### أهمية الدراسة

يعد تطوير سوق الأوراق المالية ضرورة ملحة لجعل تلك السوق تؤدي دورها بفاعلية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال إيجاد موارد مالية مستمرة لتمويل الاقتصاد القومي، ومن هنا تبرز الحاجة إلى ما يسمى بصناعة الهندسة المالية كأداة مناسبة تتيح للمستثمرين تنويع محافظتهم الاستثمارية بما يؤدي إلى تفعيل جانبي العرض والطلب في أسواق الأوراق المالية، كون هذه الأدوات المالية تعمل على استقطاب المستثمرين؛ إذ أن وجود محفظة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تتيح المرونة الكافية للاستجابة للمتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية، كإدارة المخاطر المرتبطة بأنشطتها المختلفة.

## منهجية البحث

يرتكز البحث في منهجيته على الطريقة الاستقرائية التحليلية، والتي تعالج المسائل المتعلقة بأدوات الاستثمار المالي بطريقة تعتمد على جمع البيانات وتحليلها.

## إشكالية الدراسة

إن مسألة تطوير الأسواق المالية أصبحت الشغل الشاغل لدي القائمين على تلك الأسواق، ومن أهم المحاور لتطوير تلك الأسواق والعمل على رفع كفاءتها هو الأدوات المتاحة للاستثمار والعمل على تطويرها وإدخال أدوات استثمارية جديدة، لذا تتناول الدراسة الأدوات المتاحة للاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري والسعودي بالدراسة والتحليل.

## أهداف الدراسة

### تهدف الدراسة إلى:

التعرف على الأدوات المتاحة للاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري والسعودي.  
تعليل أداء الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري والسعودي.

## الإطار العام للدراسة

في ضوء إشكالية الدراسة والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها فقد تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة مباحث وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: الأسهم وما في حكمها: وتم من خلال هذا المبحث تناول تطور كل من سوق الأسهم المصري والسعودي، وتطور أداء وثائق الاستثمار ووثائق صناديق المؤشرات في كل من السوق المصري والسعودي، ثم تطور أداء شهادات الإيداع بالسوق المصري.

المبحث الثاني: السندات وما في حكمها: وتم تناول أدوات الدين بالسوق المصري والسعودي سواء أدوات الدين الحكومي أو أدوات الدين الخاص، بالإضافة إلى آلية توريق الحقوق المالية بالسوق المصري.

المبحث الثالث: المشتقات المالية: وتم التعرض لمفهومها وأنواعها، ثم لتضمين التعديلات الأخيرة لقانون سوق رأس المال المصري النص على إنشاء بورصة للعقود الآجلة، ولتطلعات هيئة السوق المالية لإنشاء تلك السوق.

اختتمت الدراسة بما توصلت إليه من نتائج وما تقترحه من توصيات.



## المبحث الأول

### الأسهم وما في حكمها

#### أولاً:- الأسهم

إن الأسهم التي يسمح بتداولها في بورصة الأوراق المالية هي الأسهم النقدية التي تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم فقط، ولا يجوز تداول الأسهم العينية وحصص التأسيس؛ وذلك لضمان حماية المدخرين من التلاعب أو الاستغلال من قبل المساهمين سيئي النية في حالة ما إذا قاموا بتقدير حصصهم العينية أو الخدمات مقابل حصص التأسيس بأزيد من قيمتها الحقيقية، ومن خلال حملات الترويج يستطيعون بيع الحصص أو الأسهم بأسعار مبالغ فيها<sup>(١)</sup>؛ لذلك فإن المشرع في أغلب الدول كثيراً ما يتدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها وكيفية تحديد الأرباح التي تخصص لها، وقد يجيز إلغائها بعد فترة<sup>(٢)</sup>، وبالنسبة للأسهم النقدية لا يتم تداولها إلا إذا تم قيدها في البورصة، وإذا ما تم قيد الأسهم فإنه لا يجوز تداولها خارج البورصة، والا وقع هذا التداول باطلاً، ولا يسرى في مواجهة الشركة مصدرة الأسهم<sup>(٣)</sup>، ولكي يتم قيد الأسهم في البورصة فإنه لا بد من توافر مجموعة من الشروط في الشركة طالبة القيد تضمن أن الشركة التي يتم قيدها وتداول أسهمها تتمتع بمركز مالي قوي وإدارة جيدة وتحقق مستوى معين من الأرباح، وذلك لحماية المستثمرين<sup>(٤)</sup>.

#### تطور أداء سوق الأسهم المصري

ويتتبع تطور القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة المصرية يتضح أن رأس المال السوقي أخذ اتجاهاً صعودياً بصورة مستمرة، إلا في حالة حدوث أزمات مالية، مثلما حدث خلال فترة الأزمة المالية العالمية، وكذلك في حالة حدوث ظروف سياسية معينة، كما حدث في أعقاب أحداث الثورة المصرية، حيث ارتفعت تلك القيمة من

١- أستاذنا الدكتور عبد الهادي مقبل، في بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩، الطبعة الثانية، ص ٦٥-٦٦.

٢- هاله الوكيل، السياسات الاقتصادية تجاه سوق الأوراق المالية في مصر وتأثيرها على الاقتصاد القومي، رسالة ماجستير- كلية التجارة جامعة عين شمس، عام ٢٠٠٥، ص ١٦١.

٣- أستاذنا الدكتور عبد الهادي مقبل، في بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، مرجع سابق ص ٦٨-٦٩.

٤- قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ الصادر بتاريخ ٢٠١٤/١/٢٢ والخاص بقواعد قيد واستمرار قيد الأوراق المالية.

نحو ٥٤١ مليون جنيه في عام ١٩٨٢ إلى نحو ١٠,٨ مليار جنيه في عام ١٩٩٢ ثم واصلت الارتفاع لتصل إلى ١١٢ مليار في عام ١٩٩٩<sup>(١)</sup> وخلال الفترة من عام ٢٠٠٠ وحتى ٢٠١٣ كان تطور رأس المال السوقي كالتالي ( ١٢١، ١١٢، ١٢٢، ١٧٢، ٢٣٤، ٤٥٦، ٥٣٤، ٧٦٨، ٤٧٤، ٥٠٠، ٤٨٨، ٢٩٤، ٣٧٦، ٤٢٨ ) مليار جنيه وذلك على التوالي<sup>(٢)</sup>، ويظهر بوضوح تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الأسهم، حيث انخفض رأس المال السوقي من ٣٦٨ مليار جنيه عام ٢٠٠٧ وهو أعلى المستويات في تاريخ البورصة المصرية إلى ٤٧٤ مليار جنيه في نهاية عام ٢٠٠٨، ليُسجل انخفاضاً بنسبة ٢٨% عن العام السابق، ومع استمرار تأثر السوق المصري في أعقاب الأزمة المالية جاءت أحداث الثورة المصرية لينخفض رأس المال السوقي في نهاية عام ٢٠١١ إلى ٢٩٤ مقارنة بنحو ٤٨٨ مليار جنيه في العام السابق بنسبة تراجع بلغت ٤٠%، وتراجعت كافة مؤشرات البورصة، فقد انخفض مؤشر EG × ٣٠ بنسبة ٤٩%؛ وانخفض مؤشر EG × ٧٠، EG × ١٠٠ بحوالي ٤٢%، ٤٥% على التوالي؛ إلا أنه مع بداية الاستقرار النسبي للأوضاع بدأ رأس المال السوقي في التحسن مرة أخرى، حيث ارتفع رأس المال السوقي ليصل إلى ٣٧٦ مليار جنيه بقيمة ارتفاع قدرها ٢٨% في عام ٢٠١٢، وبينهاية عام ٢٠١٣ بلغ رأس المال السوقي ٤٢٧ مليار جنيه بزيادة قدرها ٥١ مليار جنيه عن العام السابق، وفي عام ٢٠١٦ م تجاوز رأس المال السوقي حاجز ٦٠٠ مليار جنيه، بزيادة قدرها ١٧٩ مليار جنيه وبما يساوي ٤٢% تقريباً مقارنة بالعام السابق، وفي عام ٢٠١٧ م تجاوز رأس المال السوقي حاجز ٨٠٠ مليار جنيه بزيادة قدرها ٢٠٠ مليار جنيه عن العام السابق، وهو أعلى مستوى متحقق لرأس المال السوقي في ٩ سنوات ويتفوق على مستواه قبيل الأزمة العالمية في ٢٠٠٨ م.

## ب- سوق الأسهم السعودي

### ١- نبذة تاريخية عن تطور السوق المالية السعودية

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام ١٩٣٢ م، حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينيات الميلادية، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم في أوائل الثمانينيات، إلى أن صدر الأمر السامي رقم ١٢٣٠ / ٨ في عام ١٩٨٤ م بتنظيم التداول،

١ - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار، رسالة ماجستير - كلية التجارة - جامعة الزقازيق، مارس عام ٢٠٠٢، ص ١٣٣.

٢ - البورصة المصرية - التقرير السنوي أعداد مختلفة.



وأولت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي، وفي عام ١٩٩٠ م بدأ السوق انطلاقة جديدة؛ حيث تم تطبيق النظام الآلي (نظام ESIE)، وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية والتقاص، واستمر العمل به إلى حلول عام ٢٠٠١ م، حيث تم استبداله بنظام «تداول» وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والتقاص. يوفر نظام تداول، سوقاً يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين هذين السعرين، مع إعطاء معلومات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة.

وقد لعبت البنوك التجارية دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول، وبين سوق الأوراق المالية، بإدخال الأوامر التي تستقبلها من المستثمرين إلى نظام تداول والتي يتم تصنيفها وترتيبها حسب أفضلية السعر والوقت، وعند مقابلة أوامر البيع والشراء وتنفيذها مع بعضها يتم التحويل الفوري للأسهم من محفظة البائع إلى محفظة المشتري.

وقد شهد السوق السعودي نقلة نوعية جديدة بصدر نظام السوق المالية وفقاً للمرسوم الملكي رقم ٣٠ / م بتاريخ ٣١ / ٧ / ٢٠٠٢ م، الذي قضى بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية. وإنشاء هيئة السوق المالية التي تتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، ولها صلاحية وضع اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من أجل حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان ذلك أسهماً (صكوك ملكية) أو أدوات دين، وتمثل الأسهم العادية ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة التي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية أو غيرها) وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو من أرباح على شكل منح أسهم للشركة ذاتها. أو من الفوارق السعرية في حال البيع وبعد سوق الأسهم السعودي أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، أو ما يعرف «برسمة السوق» وأحجام التداول اليومية ومعدلاتها، كما يحتل مراتب متقدمة جداً في تصنيفه بين الأسواق الناشئة ويتم توزيع الشركات المدرجة في السوق على خمسة

عشر قطاعاً هي: قطاع المصارف والخدمات المالية، وقطاع الصناعات البتروكيمياوية. وقطاع الأسمنت، وقطاع التجزئة. وقطاع الطاقة والمرافق الخدمية، وقطاع الزراعة والصناعات الغذائية، وقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، وقطاع التأمين، وقطاع شركات الاستثمار المتعدد، وقطاع الاستثمار الصناعي، وقطاع التشييد والبناء، وقطاع التطوير العقاري، وقطاع النقل، وقطاع الاعلام والنشر، وقطاع الفنادق والسياحة<sup>(١)</sup>.

## ٢- تطور أداء سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية

يعد سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وقيمة التداول في الشركات المدرجة ضمنها؛ حيث إن هناك تزايداً في عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، فقد كانت في سنة ٢٠٠٧ تقدر بـ ١١١ شركة وصلت إلى ١٦٩ شركة خلال سنة ٢٠١٤، أما عن أحجام التداول فيمكن تبين حجم التداول بقيمة وعدد الاسهم المتداولة بالإضافة إلى عدد الصفقات المنفذة في السوق، فقد شهد عام ٢٠٠٨ انخفاضاً في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، حيث وصلت إلى ١,٩٦٢,٩٤٥ مليار أي ما يعادل ٥٢٣,٤٥ مليار دولار أمريكي مقابل ٢,٥٧٧,٧١ مليار في عام ٢٠٠٧ أي بنسبة انخفاض تقدر بـ ٣,٢٥٪. وفي المقابل شهد إجمالي عدد الأسهم المتداولة إذا ما قمنا بمقارنة إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠٠٨ والتي بلغت بنحو ٥٩,٠٠٣ مليار سهم مقابل ٧٠,٥٩٩ مليار سهم تم تداولها خلال عام ٢٠٠٧ نجد أن هناك انخفاضاً بنسبة ١١,٨٥٪. وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ والتي استمر تأثيرها إلى ٢٠١٠ مما أدت إلى انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة إلى نسبة ٣٩,٩٤٪ وكذلك بالنسبة إلى عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت إلى ٤٩,٩٧٪، بالإضافة إلى انخفاض عدد الصفقات المنفذة إلى ١٩,٥٣ مليون صفقة أي بنسبة ٤٦,٤٢٪. لكن شهد السوق انتعاشاً منذ بداية سنة ٢٠١١ في قيمة الأسهم حيث وصلت قيمة تداول الأسهم إلى حدود ٤٤,٧٤٪ وكذلك فيما يخص عدد الأسهم وصلت إلى حدود ٤٤,٩١٪، أما فيما يخص عدد الصفقات فقد ارتفعت إلى حدود ٣٠,٧٧٪ هذا الانتعاش إلى غاية ٢٠١٢، أما عام ٢٠١٣ فقد شهد انخفاضاً في أداء السوق سواء من ناحية قيمة الأسهم وعددها المتداول بالإضافة إلى عدد الصفقات المنفذة، ولكن استعاد السوق عافيته قليلاً خلال سنة ٢٠١٤<sup>(٢)</sup>، أما عن القيمة السوقية والمؤشر العام

١ - هيئة السوق المالية - المملكة العربية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، ص ٢.

٢ - راجع في ذلك - مؤسسة النقد العربي السعودي، "النشرة الإحصائية الشهرية مارس ٢٠١٥"، السعودية، ٢٠١٥، ص ٥٦.

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي الإحصائي ٢٠١٤، السعودية، ص ٣، ص ٤٤.

السوق المالية السعودية (تداول)، النشرة الإحصائية الشهرية مارس ٢٠١٥، السعودية، ص ٥.



لسوق الأسهم السعودي فقد شهد عدة تغيرات حسب الفترة الزمنية ، فنلاحظ أن القيمة السوقية قد انخفضت إلى ٩٢٤,٥٣ مليون سنة ٢٠٠٨ بعدما كانت في حدود ١,٩٤٦,٣٥ مليار سعودي ، والسبب وراء هذا الانخفاض هو تداعيات الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ أي نسبة الانخفاض وصلت إلى %٥٢,٥٠ ، كما شهد المؤشر العام للسوق انخفاض ٤٨٠٢,٩٩ نقطة أي بنسبة انخفاض في حدود ٥٦,٤٩ كما شهد السوق تحسناً سواء من ناحية القيمة السوقية أو قيمة المؤشر خلال سنتي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ ، ولكن طرأ على القيمة السوقية سنة ٢٠١١ انخفاض وصلت إلى ١,٢٧٠,٨٤ مليار سعودي أي بنسبة انخفاض تقدر ب ٤,١٢ %، كما شهد مؤشر السوق انخفاضاً وصل إلى ٦٤١٧,٧٣ نقطة بنسبة انخفاض تقدر ب ٣,٠٧ % . وكان هذا الانخفاض ناتجاً عن انخفاض في مؤشر القطاعات خاصة قطاع المصارف والخدمات بنسبة انخفاض يقدر ب ١٢,٧٢ %، قطاع الصناعات البتروكيماوية بانخفاض ٤,٣٨ %، قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات - ١٣,٩٢ % بالإضافة إلى قطاع الطاقة، المرافق الخدمية والتطوير العقاري نسبته ٠,٨٢ % و ١,٩٢ % على التوالي، كما شهد السوق سنة ٢٠١٢ و ٢٠١٣ انتعاشاً من حيث القيمة السوقية إلى حدود ١٩,١٠ و ١٧,٢٥ % على التوالي، أما فيما يخص قيمة المؤشر فهي الأخيرة شهدت ارتفاعاً بين سنتي ٢٠١٢ و ٢٠١٣ في حدود ٥,٩٨ % و ٢٥,٥ % على التوالي، وفيما يخص ٢٠١٤ فقد شهدت السوق من حيث القيمة السوقية انتعاشاً قليلاً جداً عن سنة ٢٠١٣ ، أما فيما يخص المؤشر العام فشهد انخفاضاً في قيمته وصلت إلى حدود ٨٣٣٣,٣٠ نقطة أي بنسبة انخفاض تقدر ب ٢,٣٧ % ويرجع سبب الانخفاض إلى انخفاض أسعار النفط خلال الربع الرابع من سنة ٢٠١٤ حيث أشار مؤشر الأسعار حسب القطاعات (الصناعات الكيماوية) إلى انخفاض وصل إلى ٥٨٥٧,٢ نقطة ( - ٢٢,٣٧ %) في نهاية عام ٢٠١٤ بعدما كان يقدر ب ٧٥٤٥,٥ نقطة خلال نهاية عام ٢٠١٣. (١)

ففي نهاية عام ٢٠١٤م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى ٨,٣٣٣,٣٠ نقطة مقارنة مع ٨,٥٣٥,٦٠ نقطة كما هي في نهاية عام ٢٠١٣م منخفضاً ٢٠٢,٣٠ نقطة أي بنسبة ٢,٣٧ %، وبلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في عام ٢٠١٤م ١,٨١٢,٨٩ مليار ريال أي ما يعادل ٤٨٣,٤٤ مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته ٣,٤٢ % مقارنة مع نهاية العام السابق، كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٤م نحو ٢,١٤٦,٥١ مليار ريال أي ما يعادل ٥٧٢,٤١ مليار

١ - عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، ٢٠١٥-٢٠١٦، ص ١٦٨-١٧٢.

دولار أمريكي مقابل ١,٣٦٩,٦٧ مليار ريال أي ما يعادل ٣٦٥,٢٥ مليار دولار أمريكي لعام ٢٠١٣ بارتفاع بلغت نسبته ٥٦,٧٢%، وبلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام ٢٠١٤م ٣٥,٧٦ مليون صفقة مقابل ٢٨,٩٧ مليون صفقة عام ٢٠١٣ بارتفاع بلغت نسبته ٢٣,٤٥%، كما بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٤م ٧٠,٨٠ مليار سهم مقابل ٥٣,٥٣ مليار سهم في عام ٢٠١٣ بنسبة ارتفاع بلغت ٣٢,٢٨% (١).

وأغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى ٦,٩١١,٧٦ نقطة في عام ٢٠١٥م، وفي نهاية عام ٢٠١٦م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى ٧,٢١٠,٤٣ نقطة مقارنة مع ٦,٩١١,٧٦ نقطة كما هي في نهاية عام ٢٠١٥م مرتفعا ٢٩٨,٦٧ نقطة أي بنسبة ٤,٣٢%، وبلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في عام ٢٠١٦م ١,٦٨١,٩٥ مليار ريال أي ما يعادل ٤٤٨,٥٢ مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته ٦,٥٢% مقارنة مع نهاية العام السابق، كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٦م نحو ١,١٥٦,٩٩ مليار ريال أي ما يعادل ٣٠٨,٥٣ مليار دولار أمريكي مقابل ١,٦٦٠,٦٢ مليار ريال أي ما يعادل ٤٤٢,٨٢ مليار دولار أمريكي لعام ٢٠١٥م بانخفاض بلغت نسبته ٣٠,٣٣%، وبلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام ٢٠١٦م ٢٧,٢٧ مليون صفقة مقابل ٣٠,٤٤ مليون صفقة عام ٢٠١٥م بانخفاض بلغت نسبته ١٠,٤١%، كما بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٦م ٦٧,٧٣ مليار سهم مقابل ٦٦,٢٧ مليار سهم في عام ٢٠١٥م بنسبة ارتفاع بلغت ٢,١٩% (٢).

وفي نهاية عام ٢٠١٧م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى ٧,٢٣٦,٣٢ نقطة مقارنة مع ٧,٢١٠,٤٣ نقطة كما هي في نهاية عام ٢٠١٦م مرتفعا ١٥,٨٩ نقطة أي بنسبة ٠,٢٢%، وبلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في عام ٢٠١٧م ١,٦٨٩,٦٠ مليار ريال أي ما يعادل ٤٥٠,٥٦ مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته ٠,٤٥% مقارنة مع نهاية العام السابق، كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٧م نحو ١,٤٦,٢٨ مليار ريال أي ما يعادل ٢٢٣,٠١ مليار دولار أمريكي مقابل ١,١٥٦,٩٩ مليار ريال أي ما يعادل ٣٠٨,٥٣ مليار دولار أمريكي لعام ٢٠١٦م بانخفاض بلغت نسبته ٢٧,٧٢%، وبلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام ٢٠١٧م ٢١,٩٠ مليون صفقة مقابل ٢٧,٢٧ مليون صفقة عام ٢٠١٦م بانخفاض بلغت نسبته

١ - السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الاحصائي السنوي ٢٠١٤م، ص ٢.

٢ - السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الاحصائي السنوي ٢٠١٦م، ص ٢.



١٩,٧٢%، كما بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٧ م ٤٣,٣٠ مليار سهم مقابل ٦٤,٤٨ مليار سهم في عام ٢٠١٦ بنسبة انخفاض بلغت ٣٢,٨٥% (١).

### ثانياً:- وثائق الاستثمار

وهي عبارة عن « ورقة مالية تمثل حصة شائعة لحامل الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق ، ويشترك مالك الوثائق في الأرباح والخسائر الناتجة عن نشاط الصندوق كل بنسبة ما يملكه من وثائق » (٢)، ويتم قيد وثائق صناديق الاستثمار المغلقة التي يتوافر فيها شروط معينة (٣)

وقد استحدثت قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولأئحته التنفيذية وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار، ونظم القانون في المواد من ٣٥ إلى ٤١ واللائحة التنفيذية في المواد ١٤٠ إلى ١٨٣ الأحكام المنظمة لصناديق الاستثمار والوثائق التي تصدرها.

### تطور أداء صناديق الاستثمار في السوق المصري

ويتتبع تطور صناديق الاستثمار في السوق المصري نجد أنها في ازدياد مستمر، فخلال الفترة الأخيرة ازدادت أعداد صناديق الاستثمار المؤسسة في السوق المصري؛ إلا أن صناديق الاستثمار المغلق ظلت أعدادها ثابتة تتمثل في ثلاثة صناديق مغلقة، وهي صندوق أورينت ترأست وتديره الشركة المصرية للاستثمار، والأعمال المالية وصندوق مصر لصندوق الاستثمار المباشر، وتديره الأهلي للتنمية والاستثمار والصندوق العقاري العربي المباشر وتديره انستمنس لإدارة صناديق الاستثمار، ففي عام ٢٠٠٧ بلغ عدد صناديق الاستثمار المحلية في السوق المصري ٣٧ صندوق استثماريتم إدارتهم من خلال ١١ شركة لإدارة صناديق الاستثمار، وفي عام ٢٠٠٨ بلغ ذلك العدد ٤٣ صندوقاً يتم إدارتهم من قبل ١٤ شركة وفي عام ٢٠٠٩ بلغ عدد صناديق الاستثمار في السوق المصري ٥٩ صندوقاً يتم إدارتهم من خلال ١٨ شركة لإدارة صناديق الاستثمار، وفي عام ٢٠١٠ بلغ هذا العدد ٧٣ صندوق استثماريتم إدارتهم من خلال ٢١ شركة، وبلغ عدد صناديق الاستثمار في عام ٢٠١١ عدد ٨١ صندوقاً يتم إدارتهم من

١ - السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الاحصائي السنوي ٢٠١٧، ص ٢.

٢ - المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٣ - المادة ١٣٠ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ الخاص بقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية الصادر

في ٢٢/١١/٢٠١٤

خلال ٢٢ شركة لإدارة صناديق الاستثمار، وخلال الفترة من ٢٠٠٧ وحتى ٢٠١١ ظلت صناديق الاستثمار المغلقة السابق ذكرها كما هي بدون زيادة،<sup>(١)</sup>

وفي عام ٢٠١٢ بلغ عدد الصناديق التي تم الموافقة عليها ٧ صناديق بقيمة إجمالية ٦٧٥ مليون جنيه، أما عام ٢٠١٣ فقد بلغ عددها ٢ صندوق بقيمة ١٢٥ مليون جنيه، وفي عام ٢٠١٤ بلغ العدد ٨ صناديق بقيمة ٧١٠ مليون جنيه، أما عام ٢٠١٥ فقد ارتفع العدد ليصل ٩٨ صندوق بقيمة ٥٨٥١١ مليون جنيه، وفي عام ٢٠١٦ وصل العدد إلى ٩٩ صندوق بقيمة ٣٤٥٩٧ مليون جنيه.<sup>(٢)</sup>

## تطور أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

### نبذة عن صناديق الاستثمار بالسوق السعودي

تعتبر سوق الأسهم السعودي من أهم الأسواق المالية الموجودة على المستوى العربي، حيث تعتبر أول دولة عربية تقوم بإنشاء صندوق استثماري سنة ١٩٧٩، بالإضافة تركيز عدد كبير من صناديق الاستثمار داخل السوق، وقد جاءت فكرة صناديق الاستثمار السعودية تلبية لرغبات وطلبات المستثمرين بمنتجاتهم المختلفة وإقبالهم على هذه الصناديق التي تسوق محليا وعالميا. وصدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في البنوك المحلية بناء على توصيات مؤسسة النقد العربي السعودي وبالقرار الوزاري رقم ٣/٢٠٥٢ بتاريخ ١٤/٧/١٤١٣ هـ، وعرفت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار صندوق الاستثمار بأنه برنامج استثماري مشترك ينشؤه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أنعاب محددة، وبالنسبة للأغراض الاستثمارية للصناديق في السعودية فلم تحصرها قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في مجال معين وتركها لعقد إنشاء الصندوق بين المدير والمستثمرين.<sup>(٣)</sup>

١ - البورصة المصرية - التقرير السنوي - الأعداد من ٢٠٠٧ وحتى ٢٠١١.

٢ - الهيئة العامة للرقابة المالية - التقرير السنوي. أعداد مختلفة.

٣ - حسن محمد الفطاطلة: "صناديق الاستثمار في الدول العربية- نشأتها، تطورها، خصائصها"، الفطاطلة لدعاية والإعلان.

عمان، الأردن، ٢٠٠١ م، ص ٧٧-٧٨.



## تطور أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

نجد أن هناك تطوراً في عدد الصناديق المدرجة في سوق الأسهم السعودي؛ وذلك حرصاً من هيئة السوق المالي علي زيادة وحدات صناديق الاستثمار بشتى أنواعها. فقد شهدت صناديق الاستثمار في عام ٢٠٠٨ زيادة عدد الصناديق المدرجة في السوق المالي وصلت إلى ٢٦٢ صندوق بزيادة نسبتها ٤% مقارنة بسنة ٢٠٠٧ حيث كانت عدد الصناديق العاملة ٢٥٢ صندوقاً. أما فيما يخص سنتي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ فشهدت انخفاضاً في عدد الصناديق المدارة في السوق إلى ٦,٩% و ٠,٤% على التوالي، كما شهدت انخفاضاً فيما يخص عدد المشتركين بمقدار ٥% و ١٠,١%، أما فيما يخص سنة ٢٠١١ فقد شهدت زيادة في عدد الصناديق لتصل إلى ٢٤٩ صندوقاً، برغم من ذلك فقد انخفض عدد المشتركين فيها إلى ٢٩٣,٤ ألف مشترك أي بنسبة انخفاض تقدر ب ٨,٣%. كما شهدت ٢٠١٢ و ٢٠١٣ انخفاضاً في عدد الصناديق المدرجة في السوق إلى ٢٤٠ و ٢٣٦ صندوقاً على التوالي، ويعود الانخفاض إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية، بالإضافة إلى تجميد هيئة السوق المالي لعمل بعض الصناديق؛ نتيجة لعدم الإفصاح والشفافية على التقارير المالية. أما فيما يتعلق بسنة ٢٠١٤ فقد شهدت زيادة في الصناديق وصلت إلى حدود ٢٥٢ صندوق بنسبة زيادة تقدر ب ٦,٨%، بالرغم من ذلك نجد انخفاضاً في عدد المشتركين خاصة في الربع الرابع من سنة ٢٠١٤ بنسبة ٣,٣% (٥٧٢٥ مشتركاً) ليصل إلى ٢٤٦,٠ ألف مشترك أي بنسبة ٤,٧%<sup>(١)</sup> وفي عام ٢٠١٥ وافقت الهيئة علي طرح وحدات ٢٨ صندوقاً استثمارياً طرحاً عاماً، منها ٢٥ صندوقاً يستثمر في الأسهم، وتسلمت الهيئة ١٠٤ إخطاراً مكتملاً لطرح صناديق استثمارية طرحاً خاصاً، وأكملت تسوية ٣٦٩ طلباً لتعديل معلومات جوهرية لصناديق استثمارية خلال عام ٢٠١٥م.<sup>(٢)</sup>

وفي عام ٢٠١٦م وافقت الهيئة علي طرح وحدات ١٥ صندوقاً استثمارياً طرحاً عاماً، منها ٨ صندوقاً يستثمر في الأسهم، و٣ صناديق تستثمر في أسواق النقد، وصندوقان متعدداً الأصول، وآخر عقاري، بالإضافة لصندوق عقاري متداول وتسلمت الهيئة ٥٥ إخطاراً مكتملاً لطرح صناديق استثمارية طرحاً خاصاً، وأكملت الهيئة تسوية ٦٦٤ طلباً لتعديل معلومات جوهرية لصناديق استثمارية خلال عام ٢٠١٦م.<sup>(٣)</sup>

١ - عمر عبوي، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية، رسالة دكتوراه، مرجع سابق، ص ١٧٤.

٢ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٥، ص ٥٤.

٣ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٦، ص ٧٠.

وفي عام ٢٠١٧ وافقت الهيئة علي طرح وحدات ٢٩ صندوقا استثماريا طرحا عاما، منها ٥ صندوقا يستثمر في الأسهم، وصندوق واحد يستثمر في أسواق النقد، و٣ صناديق عقارية، و١٥ صندوقا عقاريا متداولا، وتسلمت الهيئة ٢٠٥ إخطارا مكتملا لطرح صناديق استثمارية طرحا خاصا، وأكملت الهيئة تسوية ٧٦٨ طلبا لتعديل مستندات الشروط والأحكام.<sup>(١)</sup>

أما عن التطور في إجمالي الأصول، نجد أن حجم أصول صناديق الاستثمار انخفض في عام ٢٠٠٨ إلى نحو ٢٤,٨ مليار مقارنة ب ١٠٥,١ مليار خلال عام ٢٠٠٧ بنسبة مقدارها ٢٨,٨% . وأن إجمالي أصول صناديق الاستثمار التابعة للمصارف التجارية وشركات الاستثمار سجلت انخفاضا خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ بنسبة ٢٣,٠٦% ( ٢٢,٤٣٦ مليار ريال) ليبلغ ٧٤,٨١٤ مليار ريال، مقارنة بانخفاض نسبته ١١,٥% ( ١٢,٦٠٧ مليار ريال) في الربع الثالث ٢٠٠٨، وسجلت معدل نمو سنوي سالب بنسبة - ٢٨,٨١% أي ما يعادي ٣٠,٢٨٦ مليار ريال، وبالتالي نلاحظ بالنظر إلى إجمالي الأصول للصناديق نجد انخفاض الأصول المحلية بنسبة ١٩,٦١% بحوالي ١٤,٩٤٦ مليار ريال في الربع الرابع ٢٠٠٨ ليبلغ ٦١,٢٥٩ مليار ريال وذلك مقارنة بانخفاض بنسبة ١٤,٢٥٩% بحوالي ١٢,٦٦٣ مليار ريال في الربع الثالث ٢٠٠٨، وسجلت الأصول المحلية معدل نمو سنوي سلبي بنسبة ٢٣,١٤% أي ما يعادل ١٨,٤٥ مليار، بتسجيلها انخفاضا بنسبة تقدر ب ٣٥,٥٦% أي ما يعادل ٧,٤٨ مليار في الربع الرابع ٢٠٠٨ ليبلغ ١٣,٥٥٥ مليار، مقارنة بارتفاع ٠,٢٦% أي ما يعادل ٠,٥٥٦ مليار في الربع الثالث ٢٠٠٨، وسجل معدل نمو سنوي سلبي للأصول الأجنبية ب ٥٣,٨% أي مليار ١٠,٥٣٨ وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ . أما فيما يخص سنتي (٢٠٠٩، ٢٠١٠) فشهدت تطورا في حجم إجمالي الأصول قدر ب ٨٩,٥ و ٩٤,٧ مليار على التوالي وارتفعت الأصول المحلية لصناديق الاستثمار من ٧٤,١ مليار إلى ٧٤,٤ مليار سعودي، أما فيما يخص الأصول الأجنبية فقد شهدت هي الأخيرة ارتفاعا يقدر ب ١٥,٤ و ٣٠,٢ مليار سعودي على التوالي. أما فيما يخص سنة ٢٠١١ فقد شهدت انخفاضا في إجمالي الأصول وصلت نسبته إلى ١٣,٢% نتيجة تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية. أما إذا ما تطرق إلى سنوات ٢٠١٢، ٢٠١٣، ٢٠١٤ فنلاحظ تحسنا في إجمالي أصول الصناديق بنحو ٧,٣% بمقدار ١٠٣,٢ مليار سعودي نهاية عام ٢٠١٣ إلى نحو ١١٠,٧ مليار سعودي في عام ٢٠١٤.<sup>(٢)</sup>

١ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٧، ص ٥٨.

٢ - راجع في ذلك - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (٤٦)، ص ٩٣.

٣ - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (٥١)، ص ٩٨.



وحقق قطاع صناديق الاستثمار خلال عام ٢٠١٥م نمواً في قيم الأصول بنسبة ١١,٢% عن مستواه في العام السابق ليبلغ إجمالي أصول صناديق الاستثمار ١٨٠,٣ مليار ريال، ويعود هذا الارتفاع إلى الزيادة في قيم أصول الصناديق الخاصة بنسبة ٥٠,٥%.<sup>(١)</sup>

وفي عام ٢٠١٦م حققت صناديق الاستثمار نمواً في قيم الأصول بنسبة ١٩,٨% عن مستواها في عام ٢٠١٥، ليبلغ إجمالي قيم أصول صناديق الاستثمار ٢١٥,٩ مليار ريال، ويعود هذا الارتفاع إلى الزيادة في قيم أصول الصناديق الخاصة بنسبة ٦٦,٢%.<sup>(٢)</sup>

أما في عام ٢٠١٧م فقد حققت صناديق الاستثمار نمواً في قيم الأصول بنسبة ١٦,٣% عن مستواها في عام ٢٠١٦، ليبلغ إجمالي قيم أصول صناديق الاستثمار ٢٥١,٨ مليار ريال.<sup>(٣)</sup>

### ثالثاً:- وثائق المؤشرات

هي عبارة عن صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول كتداول أسهم الشركات، وتجمع هذه الصناديق مميزات كل من صناديق الاستثمار المشتركة والأسهم، وفي نفس الوقت تتخلص من سلبياتهما. وقد ظهرت صناديق المؤشرات المتداولة لأول مرة للأسواق العالمية في عام ١٩٨٩ في الأسواق الكندية، تلي ذلك ظهورها في عام ١٩٩٣م من خلال الأسواق الأمريكية ومنذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق في النمو السريع، حيث زادت قيمة صافي الأصول للصناديق الاستثمارية المتداولة من ٧٢ مليار دولار عام ٢٠٠١م إلى ٧٠٠ مليار دولار بنهاية عام ٢٠٠٩م في الأسواق الأمريكية وحدها.<sup>(٤)</sup>

### وثائق المؤشرات بالسوق المصري

عرفت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في المادة ١٤١ صندوق المؤشرات بأنه « هو صندوق استثمار مفتوح يصدر وثائق مقابل استثمار أمواله في محفظة تتبع الأوراق المالية المكونة لها أحد مؤشرات الأسعار بالبورصات، ويتم قيد وتداول وثائق بالبورصة » وقد نصت ذات المادة على أنه يتم شراء،

١ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٥، ص ٥٤.

٢ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٦، ص ٧٠.

٣ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٧، ص ٥٨.

واسترداد وثائق صناديق الاستثمار المفتوح دون الحاجة إلى قيده في البورصة فيما عدا صناديق المؤشرات، وبالتالي فإن صناديق المؤشرات تعتبر من صناديق الاستثمار المفتوح إلا أنها تتداول في البورصة.

وتم إصدار تلك الوثائق لأول مرة في مصر في عام ٢٠٠٥ عندما قام بنك Royal Bank of Scotland بإصدار وثائق مشتقه من المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية ٣٠ EG x (Case ٣٠ سابقاً) يتم تداولها في بورصة سويسرا، وتم إصدار الوثائق في ٢٧ أكتوبر ٢٠٠٥ بسعر ٩,٥٢ دولاراً للوثيقة، وتم تمثيل المؤشر في ١٠٠ وثيقة، وبالرغم من قصر فترة تداول الوثائق؛ إلا أنها حققت ارتفاعاً بنحو ١٧,٢% حتى نهاية عام ٢٠٠٥<sup>(١)</sup>.

ونتناول بالعرض للوثائق المشتقة من مؤشرات البورصة المصرية، وذلك من خلال العرض للوثائق المشتقة من مؤشر EG x ٣٠ والوثائق المشتقة من مؤشر DJ EGYPT titans، وذلك على النحو التالي<sup>(٢)</sup>:-

### الوثائق المشتقة من مؤشر EG x 30

#### ١-١ وثائق بنك (ABN – Amro) (Royal Bank of Scotland) سابقاً

##### ١-١-١ الوثائق مفتوحة الأجل

الإصدار الأول؛ يتكون الإصدار الأول من ٥٠٠ ألف وثيقة بدأ التداول عليها في ٢٧ أكتوبر ٢٠٠٥ في بورصة سويسرا، وبنهاية العام حققت ارتفاعاً قدره ١٧,٢%، وخلال عام ٢٠٠٦، ٢٠٠٧ حققت ارتفاعاً قدره ١١%، ٥٢% على التوالي؛ إلا أنها في عام ٢٠٠٨ حققت انخفاضاً بنحو ٥٨,١٨% نتيجة لأحداث الأزمة المالية العالمية، وفي عام ٢٠٠٩، ٢٠١٢ حققت ارتفاعاً بنحو ٤١,١٩%، ٨,٠٢% على التوالي؛ غير أنه في عام ٢٠١١، ونتيجة لأحداث الثورة المصرية حققت انخفاضاً بنحو ٥١%، وفي عام ٢٠١٢ ن ٢٠١٣ حققت ارتفاعاً بنحو ٤٣%، ١٢% على التوالي.

الإصدار الثاني؛ يتكون الإصدار الثاني من ٥٠ ألف وثيقة بدأ التداول عليها في ٣١ أكتوبر ٢٠٠٥ ببورصة فرانكفورت، وحققت ارتفاعاً بنحو ١٢,١٢% خلال عام ٢٠٠٦، وفي عام ٢٠٠٧ حققت ارتفاعاً بنحو ٢٨%، إلا أنه في عام ٢٠٠٨ حققت انخفاضاً بنحو

١ - البورصة المصرية - التقرير السنوي عام ٢٠٠٥ ص ٢١.

٢ - راجع في ذلك، البورصة المصرية - الكتاب السنوي أعداد مختلفة.

- البورصة المصرية - التقرير السنوي أعداد مختلفة.



٥٦,٤٢% نتيجة لأحداث الأزمة المالية العالمية. وفي عام ٢٠٠٩. ٢٠١٠ حققت ارتفاعاً بنحو ٤٠,٢٠% . ١٦,٧٤% على التوالي. ونتيجة لأحداث الثورة المصرية في عام ٢٠١١ حققت انخفاضاً بنحو ٥٠%. وفي عام ٢٠١٢. ٢٠١٣ حققت ارتفاعاً بنحو ٤١%، ٧% على التوالي.

الإصدار الثالث: يتكون من ٥٠٠ ألف وثيقة ببورصة يورونكست بأمستردام، وبدأ قيدها، والتداول عليها في ٩ مارس ٢٠٠٦، وحققت ارتفاعاً بنحو ٤١,٦% خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٦، وفي عام ٢٠٠٧ حققت ارتفاعاً بنحو ٤١%، وفي عام ٢٠٠٨، وبفعل الأزمة المالية العالمية انخفضت بنحو ٥٥,٦٧%. وفي عام ٢٠٠٩، ٢٠١٠ حققت ارتفاعاً بنحو ٣٩,٧٨%، ١٦,٦٥% على التوالي، إلا أنه في عام ٢٠١١ حققت انخفاضاً بنحو ٥٠% نتيجة لأحداث الثورة المصرية. وفي عام ٢٠١٢، ٢٠١٣ حققت ارتفاعاً بنحو ٤١%، ٦% على التوالي.

الإصدار الرابع: يتكون من ٤٥٠ ألف وثيقة ببورصة يورونكست بأمستردام، وبدأ قيدها، والتداول عليها في ٢٥ يوليو ٢٠٠٨، وحققت انخفاضاً بنحو ٦٧,٨% منذ تدشينها، وحتى نهاية العام وفي عام ٢٠٠٩، ٢٠١٠ حققت ارتفاعاً بنحو ٧٧,٥٠%، ١٧,٢٥% على التوالي؛ إلا أنه في عام ٢٠١١ انخفضت بنحو ٤٩,٥% نتيجة لأحداث الثورة المصرية، وفي عام ٢٠١٢، ٢٠١٣ حققت ارتفاعاً بنحو ٤١%، ٧٢% على التوالي.

الإصدار الخامس: ويتكون من ٢٥٠ ألف وثيقة ببورصة ميلانو، والتي بدأ قيدها، والتداول عليها في ١٤ يونيو ٢٠١٠ وحققت ارتفاعاً بنحو ٢,٠١ منذ بدأ التداول عليها، وحتى نهاية العام؛ إلا أنه في عام ٢٠١١ حققت انخفاضاً بنحو ٥٠% نتيجة لأحداث الثورة المصرية، وفي عام ٢٠١٢، ٢٠١٣ حققت ارتفاعاً بنحو ٤٠%، ٨% على التوالي.

وشهد أداء الوثائق بجميع إصداراتها (ثلاثة إصدارات ببورصة سويسرا، بورصة فرانكفورت. يورونكست بأمستردام) أداءً منخفضاً خلال العام ٢٠١٦ وتراوح الانخفاض بين ٢١% و ٢٧%. ومن الجدير بالذكر أنه تم الاسترداد المعجل لوثائق بورصة يورونكست بباريس العام الماضي. كما تم انتهاء وثائق بورصة ميلان في ٢٠١٥م.

#### ٢-١-١- الوثائق المغلقة

في ١٥ يونيو ٢٠٠٦ قام بنك Royal bank of scotland (ABN – Amro سابقاً) بإصدار ٥٠٠ ألف شهادة مغلقة بسعر ٧,١٤ يورو للشهادة الواحدة بقيمة إجمالية بلغت

٣,٥٧٠,٠٠٠ يورو؛ على أن يتم استهلاكهم في ١٨ يونيو ٢٠١٠. وتم قيدهم وبدء التداول عليهم في بورصة إيطاليا، وحققت ارتفاعاً بنحو ٣٥,٧٧% منذ إصدارها، وحتى نهاية العام، وفي عام ٢٠٠٧ حققت ارتفاعاً بنحو ٤٢%؛ غير أنه في عام ٢٠٠٨ انخفضت بنحو ٥٦,٦٨% نتيجة لأحداث الأزمة المالية العالمية. وفي عام ٢٠٠٩ حققت ارتفاعاً بنحو ٣٦,٣٠%.

### ١-٣-١ وثائق Callwarrant

قام بنك Royal bank of scotland (ABN - Amro سابقاً) بإصدار تلك الوثائق في ١٢ مارس ٢٠٠٨، وتم قيدها وتداولها في بورصة لكسمبورج. حيث يكون تاريخ الاستحقاق ١٢ مارس ٢٠١١، وقد انخفضت قيمة تلك الوثائق بنحو ٧٤,٣٢% خلال عام ٢٠٠٩، ولم تشهد تلك الوثائق أى تغيير في أسعارها خلال عام ٢٠١٠.

### ١-٢-١ Deutsche Bank وثائق

منحت البورصة المصرية ترخيصاً لدويتش بنك العالمى بلندن لإصدار مليون شهادة مشتقة من المؤشر الرئيسى للبورصة EG x ٣٠ لقيدها والتداول عليها في كل من بورصة فرانكفورت وبورصة شتوتجارت بألمانيا اعتباراً من ١٢ مارس ٢٠٠٦، وقد انخفضت بنحو ٧% منذ إصدارها، وحتى نهاية عام ٢٠٠٦، وفي عام ٢٠٠٧ ارتفع سعرها بنحو ٣٧%، إلا أنه انخفض بنحو ٥٥,٢% في عام ٢٠٠٨ بفعل الأزمة المالية العالمية، وفي عام ٢٠٠٩، ٢٠١٠ ارتفع سعرها بنحو ٤٢,٨٥%، ١٦,٩٥% على التوالي، وفي عام ٢٠١١ وبسبب أحداث الثورة المصرية انخفض سعرها بنحو ٥١%، وفي عام ٢٠١٢، ٢٠١٣ حققت ارتفاعاً بنحو ٤٠%، ٦% على التوالي، وقد حققت انخفاضاً سعرياً بنحو ٢٠% خلال العام ٢٠١٦.

### ١-٣-١ Goldman sachs وثائق

منحت البورصة المصرية ترخيصاً لمؤسسة (Goldman Sachs)، والتي أصدرت ٥٠٠ ألف وثيقة، وتم قيدها، وبدء التداول عليها ببورصة فرانكفورت وشتوتجارت في ٥ مايو ٢٠٠٦، كما قامت بإصدار ٣٨٠ ألف وثيقة أخرى، تم قيدها، وبدء التداول عليها ببورصة سويسرا في ١٠ مايو ٢٠٠٦ بسعر ١٦,٤٢ فرنك سويسرى. وقد انخفضت بحوالى ١٠% منذ إصدارها.



وعن تطور أداء الإصدار الأول المكون من ٥٠٠ ألف وثيقة، والتي تم قيدها، وتداولها ببورصة فرانكفورت وشتوتجارت في ٥ مايو ٢٠٠٦، فقد ارتفعت بنحو ٣٩% في عام ٢٠٠٧، وفي عام ٢٠٠٨ انخفضت بنحو ٣٨% بفعل الأزمة المالية العالمية وفي عام ارتفعت بنحو ٤٨,٢%، إلا أنها انخفضت في عام ٢٠١٠ بنحو ٥%، وفي عام ٢٠١١: ويفعل أحداث الثورة المصرية انخفضت بصورة كبيرة، وذلك بنحو ٤٩%، وتم استحقاق تلك الوثائق في ٢ أغسطس ٢٠١٢.

أما عن تطور أداء الإصدار الآخر المكون من ٣٨٠ ألف وثيقة، والتي تم قيدها وبدء التداول عليها ببورصة سويسرا في ١٠ مايو ٢٠٠٦ بسعر ١٦,٤٢ فرنك سويسري للوثيقة، فقد انخفض سعرها في عام ٢٠٠٧ بمبلغ ١٥,٦ فرنك سويسريا، وانخفض هذا السعر في عام ٢٠٠٨ بصورة كبيرة بفعل الأزمة المالية العالمية ليبلغ ٨,٩٥ فرنك سويسريا.

#### ٤-١ - وثائق صندوق المؤشرات Global van Eck

في ١٦ فبراير ٢٠١٠ قامت مؤسسة فان ايك Van Eck بتدشين أول صندوق مؤشرات يتبع السوق المصري، ويتم التداول عليه في بورصة نيويورك، ويضم هذا المؤشر ٣١ شركة، وتعتبر وثائق هذا الصندوق والذي تقدر أصوله بنحو ٧٠ مليون دولار من أنجح الأدوات المالية التي تم إطلاقها في الأسواق العالمية لتتبع السوق المصري، ومن أكثر الوثائق تداولاً مقارنة بالأسواق الأخرى، حيث يتداول يومياً ما يزيد عن ٦٠ ألف وثيقة بمتوسط قيمة ٤,٥ مليون دولار. وعن تطور أداء الصندوق ففي عام ٢٠١١ سجل انخفاضاً بلغ ٤٩,٨% بفعل أحداث الثورة المصرية وفي عام ٢٠١٢، ٢٠١٣ سجل ارتفاعاً بنحو ٣٤%، ٥,٣% على التوالي، وفي عام ٢٠١٦ سجل الصندوق انخفاضاً بلغ ٣١,٤%.

#### المنتجات المشتقة لمؤشر DJE EGX Egypt Titans 20

##### ٢-١ - الوثائق مفتوحة الأجل

في ٢٦ مارس ٢٠٠٧ قام بنك Royal Bank of Scotland بإصداره الأول من الوثائق مفتوحة الأجل المشتقة من مؤشر DJE EGX Egypt Titans 20، والتي تم قيدها، والتداول عليها ببورصة لوكسمبورج، وقد حققت ارتفاعاً سعرياً بنحو ٣٨,١٢% خلال عام ٢٠٠٩. وفي عام ٢٠١٠ ارتفعت بنحو ٢٠,٨٩%، إلا أنه في عام ٢٠١١ انخفضت بنحو ٤٥% نتيجة لأحداث الثورة المصرية، وفي عام ٢٠١٢، ٢٠١٣ حققت ارتفاعاً سعرياً بنحو ٩.٠%، ٢٥% على التوالي.

في شهر نوفمبر ٢٠٠٨ قام بنك بي إن بي باريسا بفرنسا، وهو أحد أكبر البنوك في العالم بتدشين أول صندوق للمؤشرات على مؤشر Dow Jones EGX Egypt Titans الذي يضم أنشطة عشرين شركة في البورصة المصرية من حيث السيولة. وصافي الإيرادات. ورأس المال السوقي. ويتم تداوله في بورصة يورونكست<sup>(١)</sup>.

أما عن تطور أداء صناديق المؤشرات (ETFS) Exchange Traded Funds والتي تتبع مؤشر (EGX) خلال الفترة الأخيرة نجد أنه: في عام ٢٠١٤ / ٢٠١٥ م بلغت عدد الأوراق المتداولة بها نحو ٦,٦ مليون ورقة بقيمة إجمالية ٦٨,٩ مليون جنية، وفي العام ٢٠١٦ / ٢٠١٥ م بلغت عدد الأوراق المتداولة بها نحو ٤ مليون ورقة بقيمة إجمالية ٢٨ مليون جنية. أما في عام ٢٠١٧ / ٢٠١٦ م فقد بلغت الأوراق المتداولة بها نحو ١١ مليون ورقة بقيمة إجمالية ١٢٥ مليون جنية.<sup>(٢)</sup>

### ب\_ وثائق المؤشرات بالسوق السعودي

سعيًا من الهيئة إلى تطوير السوق المالية بإضافة منتجات مالية للمستثمرين تحقق مزيد من التنوع، أصدر مجلس هيئة السوق المالية في يوم الثلاثاء ١٤٣١ / ٣ / ٣٠ هـ الموافق ٢٠١٠ / ٣ / ١٦ م قراره رقم ٤-١٠-٢٠١٠ القاضي بالموافقة على آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة والمتضمن السماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بتداول وحدات صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالية السعودية (تداول). وأدرج أول صندوق وبدأ تداوله في يوم الأحد ١٢ / ٠٤ / ١٤٣١ هـ الموافق ٢٨ / ٠٣ / ٢٠١٠ م تحت اسم (سوق صناديق المؤشرات المتداولة). وقد وافقت الهيئة خلال عام ٢٠١٠ م على تداول وحدات صندوق مؤشرات متداولة في السوق المالية السعودية. وهما "صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية" و "صندوق فالكم المتداول لقطاع البتروكيماويات" اللذين تديرهما شركة فالكم للخدمات المالية. وبلغ حجم الأصول في صندوق المؤشرات المتداولة نحو ٧٤,٢ مليون ريال. وحظي بالنصيب الأكبر منها صندوق "فالكم المتداول للأسهم، كما بلغ إجمالي عدد المستثمرين في صناديق المؤشرات المتداولة ٥٩٢ مستثمرًا، وكانت النسبة الكبرى منهم في صندوق "فالكم المتداول للأسهم السعودية" وهي ٩٢,٧ ٪ وتمثل ٥٤٩ مستثمرًا، وقد شهدت صناديق المؤشرات المتداولة خلال عام ٢٠١٠

١ - البورصة المصرية، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٨ ص ٤٠٤.

٢ - البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.



م نشاطاً ملحوظاً قياساً بحدائتها. إذ شهدت تداول ما مجموعه ٣١,٥ مليون وحدة بقيمة إجمالية بلغت ٦٥٥,٣ مليون ريال، موزعة على ١٩٣٦٥ عملية.<sup>(١)</sup>

وفي عام ٢٠١١ م وافقت الهيئة على تداول وحدات "صندوق إتش إس بي سي أمانة للأسهم السعودية ٢٠ المتداول" الذي تديره شركة إتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة، وطرح وحداته للتداول في نهاية عام ٢٠١١ م. وبلغ حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة عام ٢٠١١ م نحو ١١٧,١ مليون ريال مقارنة بمبلغ ٧٤,٢ مليون ريال عام ٢٠١٠ م. حظي بالنصيب الأكبر منها صندوق "فالكم المتداول للأسهم السعودية" بنحو ٧٩,٢ مليون ريال، ما يمثل ٦٧,٦ % من إجمالي حجم الأصول، وتراجع إجمالي عدد مشترك صناديق المؤشرات المتداولة عام ٢٠١١ م إلى ٣٩٩ مشتركاً، وجاءت النسبة الكبرى من التراجع في صندوق "فالكم المتداول للأسهم السعودية" وهي ٨١,٤ %، كما تراجعت قيمة تداول وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بنسبة ٨٢,٣ % لتبلغ ١١٥,٩ مليون ريال عام ٢٠١١ م مقارنة بعام ٢٠١٠ م، وانخفضت كمية الوحدات المتداولة لصناديق المؤشرات المتداولة بنسبة ٨٣,١ % مقارنة بعام ٢٠١٠ م لتبلغ ٥٣٢٣,٣ ألف وحدة عام ٢٠١١ م، كما تراجع عدد الصفقات المنفذة من ١٩٣٦٥ صفقة عام ٢٠١٠ م إلى ٢٢٥٢ صفقة عام ٢٠١١ م.<sup>(٢)</sup>

وفي عام ٢٠١٢ م بلغت قيمة أصول صناديق المؤشرات المتداولة ١٠٧,٨ مليون ريال مقارنة بمبلغ ١١٧,١ مليون ريال عام ٢٠١١ م، وحظي بالنصيب الأكبر منها صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية بنحو ٦٧,٠ مليون ريال، وهو ما يمثل نسبة ٦٢,٢ % من إجمالي قيمة الأصول عام ٢٠١٢ م، كما تراجع عدد المشاركين في صناديق المؤشرات المتداولة عام ٢٠١٢ م إلى ٣٣٢ مشتركاً بنسبة تراجع بلغت ١٦,٨ % مقارنة بعام ٢٠١١ م، وتراجعت قيمة تداول وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بنسبة ٢٩,٦ % لتبلغ ٨١,٦ مليون ريال عام ٢٠١٢ م مقارنة ب ١١٥,٩ مليون ريال عام ٢٠١١ م، كما انخفضت كمية الوحدات المتداولة لصناديق المؤشرات المتداولة بنسبة ٣٥,٨ % مقارنة بعام ٢٠١١ م لتبلغ ٣٤١٤,٦ ألف وحدة عام ٢٠١٢ م، وتراجع عدد الصفقات المنفذة من ٢٢٥٢ صفقة عام ٢٠١١ م إلى ١٦٥٨ صفقة عام ٢٠١٢ م.<sup>(٣)</sup>

١ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٠، ص ٦٢، ٦٤.  
٢ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١١، ص ٦١ - ٦٤.  
٣ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٢، ص ٦٠ - ٦٢.

وفي عام ٢٠١٣م تراجعت قيم أصول صناديق المؤشرات المتداولة بنهاية العام إلي ٥٨,٦ مليون ريال، وبنسبة ٤٥,٦% عن العام السابق، وانخفض عدد المشتركين فيها بنسبة ٧,٥% عن العام السابق. <sup>(١)</sup> وتراجعت قيم أصول صناديق المؤشرات المتداولة بنهاية عام ٢٠١٤م إلي ٥٥,٩ مليون ريال، وبنسبة ٤,٦%، وانخفض عدد المشتركين فيها بنسبة ١٦,٩% مقارنة بالعام السابق. <sup>(٢)</sup> وفي عام ٢٠١٥م تراجعت قيم أصول صناديق المؤشرات المتداولة إلي ٣٥,٨ مليون ريال، وبنسبة ٣٦,٨%، وانخفض عدد المشتركين فيها بنسبة ٢,٤% مقارنة بالعام السابق. <sup>(٣)</sup>

أما في عام ٢٠١٦م فقد ارتفعت قيم أصول صناديق المؤشرات المتداولة إلي ٣٦,٥ مليون ريال، وبنسبة ٣,٤%، وتبع ذلك ارتفاع عدد المشتركين بنسبة ١٧,٣% مقارنة بالعام السابق. <sup>(٤)</sup> وفي عام ٢٠١٧م انخفضت قيم أصول صناديق المؤشرات المتداولة إلي ٣٦ مليون ريال وبنسبة ١,٢% عن العام السابق، واستقر عدد المشاركين فيها. <sup>(٥)</sup>

#### رابعاً: شهادات الإيداع الدولية

استحدثت شهادات الإيداع الدولية عام ١٩٢٧م لمساعدة المستثمرين الأمريكيين الذين يرغبون في الاستثمار في شركات أجنبية، ومنذ ذلك الوقت أصبحت هذه الوسيلة جزءاً مهماً من الاقتصاد العالمي تتيح للشركات الوصول للاستثمار والحصول على التمويل من جميع أنحاء العالم، وهي عبارة عن شهادة من بنك يسمى بنك الإيداع تبين عدد الأسهم المودعة لدى البنك والتي يمتلكها المودع في شركة أجنبية. <sup>(٦)</sup>

#### شهادات الإيداع بالسوق المصري

شهد السوق المصري انطلاق أول إصدار لأسهم شركة مصرية في الخارج في بورصة لندن من خلال شهادات الإيداع العالمية <sup>(٧)</sup>، وكانت البداية بإصدار شهادات إيداع لأسهم البنك التجاري الدولي بقيمة ١٧٧ مليون دولار في بورصة لندن، وأعقب ذلك الإصدار إصدارات أخرى، وكانت تلك الإصدارات حتى عام ٢٠٠٨. ١٢ شهادة. وفي مايو

١ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٣، ص ٦٥.

٢ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٤، ص ٦٤.

٣ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٥، ص ٥٨.

٤ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٦، ص ٧٤.

٥ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٧، ص ٦٢.

٦ - الجمعية المصرية للأوراق المالية، مقدمة من الأسواق المالية في مصر ص ٢٠.

٧ - إسماعيل عبدالعال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه - كلية الحقوق - جامعة القاهرة، عام ٢٠٠٨، ص ١٢١.



٢٠٠٩ قامت شركة جي بي أوتو بإصدار شهادات إيداع دولية مقابل الأسهم المحلية ليتم التداول عليها في بورصتي لندن ونيويورك<sup>(١)</sup>، ويتتبع أداء شهادات الإيداع الدولية خلال العقد الأخير يتبين الآتي<sup>(٢)</sup>:-

- في عام ٢٠٠٤ شهدت كل شهادات الإيداع الدولية ارتفاعات كبيرة في الأسعار فيما عدا شهادات البنك التجاري الدولي والتي انخفضت بنسبة ٤٪.

- في عام ٢٠٠٥ شهدت كافة شهادات الإيداع الدولية ارتفاعات كبيرة في الأسعار، وحقت شهادات المجموعة المالية هيرمس القابضة أعلى ارتفاع محقق زيادة بنسبة ١٠٠٪ تلتها شهادة أوراسكم للإنشاء والصناعة بنسبة ٢٠٩٪.

- في عام ٢٠٠٦ تفاوتت أسعار شهادات الإيداع، حيث شهدت غالبية الشهادات انخفاضات كبيرة خلال النصف الأول بسبب انخفاض أسهم تلك الشركات بصفة عامة، ثم استعادت في النصف الثاني مراكزها، وإن بقيت بعض الشهادات منخفضة ولكن بأقل من الانخفاض في النصف الأول.

- في عام ٢٠٠٧ شهدت غالبية أسعار شهادات الإيداع الدولية ارتفاعاً ملحوظاً، وجاءت شهادة أوراسكم للإنشاء والصناعة بأعلى نسبة ارتفاع قدرها ١١٧,٦٪، وعن الانخفاضات كانت شهادة العز لصناعة حديد التسليح الأكثر انخفاضاً بنسبة ٢٠,٥٪، فيما ظل سعر شهادات لكح جروب كما هو بدون تغيير.

- في عام ٢٠٠٨ وعلى أثر الأزمة المالية العالمية شهدت غالبية أسعار شهادات الإيداع انخفاضاً ملحوظاً، وحقت شهادات أوراسكم للإنشاء والصناعة أعلى انخفاض بنسبة ٧٦٪ تلتها شهادة المجموعة المالية هيرمس القابضة وأوراسكم تليكوم والبنك التجاري الدولي بانخفاض قدرة ٧٤٪، ٦٧٪، ٥٩٪ على التوالي بينما سجلت أسعار شهادات السويس للأسمنت، ليسيكو مصر والمصرية للاتصالات تراجعاً قدره ٥٤٪، ٣٧٪، ٢٠٪ على التوالي مقارنة بأسعار إقبال العام الماضي، أما شهادة العز لصناعة حديد التسليح فهي الشهادة الوحيدة التي حققت ارتفاعاً، وذلك بنسبة ٤,٨٪ مقارنة بالعام الماضي، بينما ظل سعر شهادتي لكح جروب وبياكيه كما هو بدون تغيير.

١ - البورصة المصرية، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٩ ص -

٢ - راجع في ذلك، البورصة المصرية، الكتاب السنوي. أعداد مختلفة.

البورصة المصرية، التقرير السنوي. أعداد مختلفة.

- في عام ٢٠٠٩ شهد أداء شهادات الإيداع أداءً متبايناً فبعضها مرتفعة، والبعض الآخر متخفض، وهناك شهادات لم يتغير سعرها وقد سجلت شهادة بالم هيلز للتعمير أعلى الارتفاعات بنسبة ٨١٪، وسجلت شهادة ليسيكو مصر أعلى الانخفاضات بنسبة ٢٨,٥٪، بينما ظلت شهادات باكين والفز لصناعة حديد التسليح ولكج جروب كما هي بدون تغيير.

- في عام ٢٠١٠ شهد أداء متفاوتاً لشهادات الإيداع، حيث حققت شهادة البنك التجارى الدولى أعلى الارتفاعات بنسبة ٦٧٪، وعلى صعيد الانخفاضات سجلت أسعار شهادات المصرية للاتصالات وأوراسكم تليكوم تراجعاً بنسبة ٠,١٪، و٢٠,٥٪ على التوالي.

- في عام ٢٠١١ شهدت أسعار شهادات الإيداع أداءً سلبياً، فيما عدا شهادة السويس للأسمت، والتي حققت ارتفاعاً بنحو ٢٨٪ ويرجع ذلك لأحداث الثورة المصرية.

- في عام ٢٠١٢ ومع تحقيق استقرار نسبي شهدت أسعار شهادات الإيداع أداءً جيداً، فيما عدا شهادات المصرية للاتصالات، والتي انخفض سعرها بحوالى ٢٪، وقد تصدرت شهادات الإيداع الدولية للبنك التجارى الدولى قائمة الارتفاعات بنحو ٨١٪، بينما احتفظت شهادتا بالم هيلز وليسيكو مصر بأسعارها بدون تغيير.

- في عام ٢٠١٣ تباين أداء شهادات الإيداع حين تصدرت شهادات الإيداع الدولية للسويس للأسمت الارتفاعات بارتفاع قدره ٦٢٪ تلاه البنك التجارى الدولى بارتفاع قدره ٢٤٪، ثم أوراسكم للاتصالات وجلوبال تليكوم بارتفاع قدره ١٤٪، ٧٦٪، ٦٪ على التوالي، وظلت شهادة بالم هيلز بدون تغيير، بينما سجلت شهادات المجموعة المالية هيرمس والمصرية للاتصالات وأوراسكم للإنشاء والصناعة انخفاضات بحوالى ٢٩٪، ٨٪، ٩٪ على التوالي.

- وفي عام ٢٠١٦ شهدت أسعار شهادات الإيداع الدولية أداءً ملحوظاً خلال عام ٢٠١٦، حيث تصدرت شهادات الإيداع الدولية لشركة جلوبال تليكوم القابضة الارتفاعات بارتفاع قدره ٤٣٪، تلاه المجموعة المالية هيرمس بارتفاع قدره ٢٦٪. وعلى الجانب الآخر، اتجهت باقي الشهادات للهبوط



وفي عام ٢٠٠٩ تم قيد أول شهادات إيداع مصرية لشركة أجنبية في السوق المصري، حيث تم قيد شهادات إيداع مقابلة لأسهم شركة أوراسكوم القابضة للتنمية التي تتداول في بورصة سويسرا<sup>(١)</sup>.

### شهادات الإيداع بالسوق السعودي

قرر مجلس إدارة هيئة السوق المالية السعودية، نشر مشروع تعليمات إصدار شهادات الإيداع خارج المملكة مقابل أسهم مصدرة في المملكة («مشروع التعليمات») لاستطلاع مرئيات العموم حياله، وذلك لمدة ٣٠ يوماً تقويمياً تنتهي في ٢٥ سبتمبر ٢٠١٨م، ويهدف هذا إلى وضع المتطلبات والشروط اللازمة لإصدار شهادات الإيداع خارج المملكة مقابل أسهم مصدرة في المملكة، بما في ذلك تحديد المتطلبات اللازمة للحصول على موافقة الهيئة على إصدار شهادات الإيداع خارج المملكة، وتحديد التزامات المصدر، والتزامات بنك الإيداع، وفي مضمون القرار أكدت الهيئة علي أنه ستكون جميع الآراء والملاحظات محل العناية والدراسة لقرض اعتماد الصيغة النهائية للتعليمات؛ لذا فإنه من المرتقب أن تظهر تلك الأداه في السوق السعودي قريباً.<sup>(٢)</sup>

١ - البورصة المصرية: التقرير السنوي لعام ٢٠٠٩.  
٢ - موقع هيئة السوق المالية السعودية.

## المبحث الثاني

### السندات وما في حكمها

إن تواجد سوق سندات نشط يحقق العديد من المزايا التي تعود على الاقتصاد ؛ حيث يعمل على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الحيوية ، سواء أكانت حكومية أو خاصة مما يدفع عملية التنمية الاقتصادية ، كما أنه ييسر على البنك المركزي إدارة السياسة النقدية من خلال إتاحة أدوات أكثر مرونة مثل عمليات السوق المفتوحة إلى جانب توفير فرص جاذبة للربح للمستثمرين والوسطاء ، كذلك فإنه ييسر على الحكومة إصدار أوراق مالية ذات دخل ثابت تستطيع من خلالها الحصول على موارد إضافية تمكنها من تغطية العجز في موازنتها<sup>(١)</sup> .

والسند عبارة عن « صك مديونية قابل للتداول ، ويمثل جزءاً من قرض تصدره الدولة أو شركة أموال ، وتتعهد فيه برد قيمته مع ما يحققه من إيراد في مواعيد لاحقة محددة ، ويعتبر الشخص دائناً للجهة مصدرة القرض بقدر ما يحصل عليه من سندات ، سواء بالاكنتاب فيها في السوق الأولى سوق الإصدار ، أم بشرائها من السوق الثانية سوق التداول . ولا يعتبر صاحب السند دائناً بقيمته فقط بل أيضاً دائناً بعوائده »<sup>(٢)</sup> ، ولكي يتم تداول السند لا بد من توافر عدة شروط في السند وتختلف تلك الشروط باختلاف الجهة مصدرة السند ، وتنقسم السندات إلى : سندات حكومية ، وسندات خاصة ، وتتناول بالعرض للسندات الحكومية والسندات الخاصة (سندات دين الشركات) ، ثم تتناول بالعرض لنشاط التوريق باعتباره من الأدوات المستخدمة في سوق السندات المصرية .

### أولاً : أدوات الدين بالسوق المصري

#### أ - السندات الحكومية

نصت المادة ١١ من قواعد القيد<sup>(٣)</sup> على أنه يتم قيد الأوراق المالية التي تصدرها الدولة بشرط تقديم نشرة الطرح ، أو مستندات الإصدار معتمدة من السلطة المختصة بالجهة المصدرة .

١ - إسلام محمد شاهين ، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق جامعة حلوان عام ٢٠٠٩ ص

٤٥ .

٢ - أستاذنا الدكتور عبد الهادي مقبل ، في بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال ، مرجع سابق ص ٧١ .

٣ - قرار مجلس الإدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ بتاريخ ٢٠١٤/١/٢٢ بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ، الوقائع المصرية العدد ٢٠ تابع ( أ ) في ٢٨ يناير ٢٠١٤ .



وتعد الأوراق المالية الحكومية أقل الأوراق المالية من حيث المخاطر المعرضة لها في أي دولة، وذلك لأنها تحظى بدعم الحكومة<sup>(١)</sup>.

وتحقق الدولة من خلال استخدامها لأدوات الدين الحكومي العديد من الأهداف منها على سبيل المثال إنشاء مشاريع تنموية كبرى، ومواجهة التضخم، وتغطية عجز الموازنة، وأهم هذه الأدوات هي سندات الخزنة العامة، وسندات الطاقة البديلة وسندات الإسكان، والسندات الإيرادية وأذون الخزنة.

### سندات الخزنة العامة

تعتبر سندات الخزنة من أفضل مصادر التمويل للدين الحكومي؛ لكونها تمثل تمويلاً طويل الأجل لا يحمل الدولة بأعباء مالية ضخمة، كما أنه لا يؤثر سلباً على بعض المتغيرات الاقتصادية مثل الاستثمار والإدخار على عكس أذون الخزنة؛ وذلك لارتفاع نسبة أذون الخزنة المستراه من قبل البنوك، مما يؤدي إلى مزاحمتها للقطاع الخاص على مصادر تمويلية، وقد يؤدي إلى انخفاض من معدل الإدخار المحلي<sup>(٢)</sup>.

وفي مصر تصدر سندات الخزنة دورياً لأجال تتراوح من ٢-١٢ سنة، ويكون الحد الأدنى للاكتتاب ٢٥٠٠٠ جنيه<sup>(٣)</sup>، ويرجع تاريخ إصدار أول سند على الخزنة العامة المصرية إلى عام ١٨٧٦م<sup>(٤)</sup> وحتى أوائل التسعينيات من القرن العشرين ظلت السندات الحكومية هي فقط المتداولة في السوق المصرية، ولم تظهر سندات الشركات باستثناء سندات البنك العقاري المصري<sup>(٥)</sup>.

ويرجع عدم وجود سوق نشط للسندات في ذلك الوقت لعدة أسباب؛ أهمها تقلص التعامل في سوق الأوراق المالية في أعقاب التأميم، وعدم وجود سوق منظمة لخلق بيئة مشجعة على إصدار، وتداول الأوراق المالية، بالإضافة إلى إعاقة القوانين القائمة لوجود سوق نشطة للسندات، مثال ذلك؛ القيد الوارد في المادة ٢٢٧ من القانون المدني، والذي ينص على أنه لا تزيد أسعار الفائدة على ٧%<sup>(٦)</sup>.

١ - الجمعية المصرية للأوراق المالية، مقدمة عن الأسواق المالية، في مصر، ص ٢٢.

٢ - أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري، رسالة ماجستير كلية التجارة، جامعة الزقازيق عام ٢٠٠٦ ص ٢٥.

٣ - الجمعية المصرية للأوراق المالية، مقدمة عن الأسواق المالية في مصر، مرجع سابق ص ٢٤.

٤ - إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق ص ٢٠٨.

٥ - د. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية - آلية عملها - الرقابة عليها - الربط بين البورصات، الناشر المؤلف - د. ت. ص ٨٧.

٦ - إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق ص ٢٠٨ - ٢٠٩.

إلا أنه مع بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي. وأجراء عملية التحرير المالي، وبعد صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ زادت الإصدارات الحكومية من السندات، حيث ارتفعت القيمة المتعلقة للسندات من ٣٤,١ مليار جنيه عام ١٩٩٠ ليصل إلى ١٣٧,٢ مليار جنيه عام ٢٠٠٣<sup>(١)</sup>.

وقد أسهم اتجاه الدولة نحو تعميق سوق السندات الحكومية من خلال صدور قانون سندات الخزنة المصرية رقم ٤ لسنة ١٩٩٥، والذي خول لوزير المالية إصدار سندات على الخزنة العامة تصدر على دفعات وتطرح للاكتتاب العام، ويستحق عليها عائد ثابت أو متغير وتقيد هذه السندات بالجداول الرسمية في البورصة وقد صدرت الدفعة الأولى من السندات (سندات الخزنة ٢٠٠٠) في أغسطس ١٩٩٥ بقيمة ٢ مليار جنيه وقيدت بالبورصة وأسهم هذا الإصدار في إنعاش سوق السندات، وشجع نجاح هذا الإصدار الشركات على الدخول إلى سوق السندات حيث طرح ستى بنك في مارس ١٩٩٦ سندات لمدة خمس سنوات بقيمة ٢٠٠ مليون جنيه تم تغطيتها بالكامل عن طريق الاكتتاب العام وصدرت الدفعة الثانية من سندات الخزنة (٢٠٠٣) في عام ١٩٩٦ / ١٩٩٧ بقيمة ٤ مليارات جنيه، وفي أغسطس ١٩٩٨ قامت الحكومة بطرح الدفعة الثالثة من سندات الخزنة (٢٠٠٥) بقيمة ٥٠٠ مليون، وذلك بهدف تحويل جانب من الدين الحكومي قصير الأجل ومع بداية عام ٢٠٠٠ بلغت قيمة إصدارات السندات الحكومية ١٣,١٤٢ مليار جنيه منها ١٣ مليار جنيه إصدارات سندات الخزنة، وعلى الرغم من هذا التطور الذي شهده سوق السندات إلا أن سوق تداول السندات اتسمت بالضعف الشديد إذ بلغت نسبة قيمة السندات المتداولة إلى إجمالي قيمة التداول في سوق الأوراق المالية خلال عام ١٩٩٧ نحو ٣,٥% مقابل ٩٦,٥%، وانخفضت هذه النسبة إلى ١,٨% في عام ١٩٩٨، ويرجع هذا الضعف إلى ضعف سيولة السوق وعدم قدرته على القيام بدوره بكفاءة كمصدر مهم للتمويل<sup>(٢)</sup> وفي إطار تنشيط سوق السندات الحكومية قامت وزارة المالية بتطبيق نظام المتعاملين الرئيسيين<sup>(٣)</sup> للسندات والأذون الحكومية واختارت الحكومة ١٤ بنكاً ليكونوا بمثابة المتعاملين الأساسيين يتولون عملية طرح الأوراق المالية الحكومية في السوق، ويعملون كصناع للسوق الثانوية، وبعد استحداث نظام المتعاملين الرئيسيين زاد حجم التداول وارتفعت قيمة تداول

١ - أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري، مرجع سابق ص ٢٠٥-٢٠٦.

٢ - إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق ص ٢١٧-٢١٩.

٣ - قرار وزير المالية رقم ٤٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بشأن نظام المتعاملين الرئيسيين، الوقائع المصرية، العدد ٩١ (تابع) في ٢١ أبريل ٢٠٠٢.



السندات من مليار جنيه عام ١٩٩٨ إلى ٨,٩ مليار في عام ٢٠٠٥. وفي عام ٢٠٠٢ بلغ حجم التعامل ١٤,٢ مليار جنيه<sup>(١)</sup>.

وفي الفترة الأخيرة تزايدت إصدارات سندات الخزنة بصورة كبيرة ، ففي عام ٢٠٠٧ بلغ عدد سندات الخزنة ٢٢ سند وبلغ رأس المال السوقي لها ٦٧,٦ مليار جنيه، وفي عام ٢٠٠٨ بلغت ٢٤ سند، واستقر رأس المال السوقي عند ٧٤ مليار جنيه، وفي عام ٢٠٠٩ وصلت إلى ٣٤ سند، وكان رأس المال السوقي ١٢٥ مليار جنيه، وفي عام ٢٠١٠ بلغت ٢٨ سند وكان رأس المال السوقي ٢٠٤,٤٠ مليار جنيه وفي عام ٢٠١٤ وصل عدد سندات الخزنة إلى ٤١ سند<sup>(٢)</sup>.

### السندات الدولية<sup>(٣)</sup>

قد تلجأ الحكومات إلى إصدار سندات دولية ؛ نظراً لما توفره أسواق السندات الدولية من قاعدة أكبر من المستثمرين أكثر من السوق المحلية ، وذلك في حالة عدم امتلاك تلك الدول سوقاً كبيرة للأوراق المالية يكفي لجمع رأس مال كاف، وقد يؤدي ضعف عملات بعض الدول إلى إحجام المستثمرين عن الاستثمار في سندات صادرة بعملة ضعيفة ، فتلجأ تلك الحكومات إلى إصدار سندات بعملة قوية ، فتمكن من جذب المستثمرين الأجانب، وفي عام ٢٠٠١ أصدرت الحكومة المصرية سندات من هذا النوع لأول مرة ، وتصدر الخزنة هذه السندات في الأسواق العالمية بعملة أجنبية بواسطة مديري إصدار دوليين، ويتم تداولها خارج السوق المحلي فإذا أصدرت تلك السندات وسجلت مثلاً في سوق أوروبية يطلق عليها أحياناً السندات الأوروبية ، كما هو الحال بالنسبة لمصر فكان المخطط بالنسبة لهذه السندات أن تطرح في صورة إصدارين مدتها ٥ ، ١٠ سنوات على التوالي وتبلغ قيمة كل منها ٥٠٠ مليون دولار إلا أن الاكتتاب غطى قيمة الإصدار مرتين للسندات التي مدتها خمس سنوات وست مرات لسندات العشر سنوات، فرفعت مصر إصدار العشر سنوات إلى مليار دولار، وجمعت من هذا الطرح ١,٥ مليار دولار.

١ - إسماعيل عبد العال السيد ، الأدوات السياسية المستحدثة في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ص ١٨٤.

٢ - راجع في ذلك- إسلام محمد شاهين ، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها ، مرجع سابق ص ٧٣-٧٦. أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري ، مرجع سابق ص ٢٠٦-٢٠٧.

الجمعية المصرية للأوراق المالية، مقدمة عن الأسواق المالية في مصر، مرجع سابق ص ٢٤.

وجاء قرار الحكومة المصرية بإصدار السندات الدولارية في إطار التوجه نحو تنويع مصادر التمويل الخارجى من ناحية ومساهمتها في تخفيف عبء الاقتراض على الجهاز المصرفي وبهدف إفساح المجال أمام القطاع الخاص بالاقتراض الخارجى عن طريق إصدار سند دولارى لمصر، والذي يعد بمثابة مرجع معترف به دولياً للاقتراض من الخارج.

ويحقق إصدار السندات الدولية العديد من المزايا منها: أنه يؤدي إلى رفع حجم الاحتياطات الدولية لمصر، كما أنه يؤدي إلى خفض العجز الكلى في ميزان المدفوعات بقيمة هذه السندات، ويؤدي إلى دعم هيكل الدين طويل ومتوسط الأجل، ويوفر المزيد من الدولارات في السوق بسعر تنافسى يساهم في إعطاء قوة الدفع اللازمة للمشروعات التي تدر عائداً بالعملة الأجنبية، ويدعم قدرة البنوك المصرية على الاقتراض عند الحاجة من الأسواق الخارجية.

وأعقب إصدار الحكومة المصرية لهذه الدفعة من السندات الدولية ارتفاع رصيد المؤسسات المالية في مصر من تلك السندات حيث بلغ في يونيو ٢٠٠٢ نحو ٢,٥ مليار جنيه.

وبالإضافة للإصدار السابق في يوليو ٢٠٠١ والمستحق في يوليو ٢٠١١ شهد عام ٢٠١٠ إصداران جديان للسندات الدولارية بقيمة إجمالية قدرها ١,٥ مليار دولار أمريكي، حيث تم إصدار السندات الدولارية استحقاق ابريل ٢٠٢٠ في ابريل ٢٠١٠ بقيمة إجمالية قدرها مليار دولار أمريكي موزعة على ١٠ مليون سند، وقد بلغ سعر هذا السند ١٠٢,٦٢ دولاراً أمريكياً في نهاية ديسمبر ٢٠١٠، وبلغ العائد حتى تاريخ الاستحقاق ٥,٢٥%.

أما الإصدار الثانى فكان للسندات الدولارية استحقاق ٢٠٤٠، والتي تم إصدارها في شهر أبريل ٢٠١٠ بلغت القيمة الإجمالية لهذا السند حوالى ٤٦٥,٢٩٥ مليون دولار أمريكى مقسومة على ٥ مليون سند وقد بلغ سعر هذا السند في نهاية ٢٠١٠ - ٢٠١,٧٥ - ١٠٥,٧٥ دولار، أما العائد حتى الاستحقاق فقد بلغ ٦,٤٤%.

وبمقارنة عائد السندات الدولارية المصرية بعائد سندات الخزنة الأمريكية يتبين أن عائد سندات الخزنة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات قد انخفض ليصل إلى ٠,٢% في نهاية ٢٠١٠ مقارنة بنحو ٠,٦٧% في ٢٠٠٩ ليبلغ فارق السندات الدولارية فوق



عائد سندات الخزنة الأمريكية بحو ٤٣,٠٥ نقطة أساس ، بينما بلغ عائد سندات الخزنة الأمريكية استحقاق مايو ٢٠٢٠ بنحو ٣,١٩% في نهاية ٢٠١٠ ليصل فارق السندات الدولارية فوق عائد سندات الخزنة الأمريكية إلى نحو ٢٠٦,٤٢ نقطة أساس وبالنسبة لعائد سندات الخزنة الأمريكية استحقاق ٣٠ سنة فقد بلغ حوالى ٤,٣٤% في نهاية ٢٠١٠ مما يعنى أن فارق السندات الدولارية فوق عائد سندات الخزنة الأمريكية بلغ نحو ٢٠٩,٥٨ نقطة أساس<sup>(١)</sup>.

وفي عام ٢٠١١ شهدت السندات الدولارية ارتفاعاً ملحوظاً للعائد حتى الاستحقاق، وذلك نتيجة للأوضاع السياسية غير المستقرة ؛ حيث أنهت السندات الدولارية استحقاق ٢٠٢٠ بسعر بلغ ٨٦,٠١ مقارنة بحوالى ١٠٣,٩ في ٢٠١٠ وقد بلغ العائد حتى تاريخ الاستحقاق حوالى ٨,٠٩% مقارنة بنحو ٥,٢٢% في نهاية ٢٠١٠ أما السندات الدولارية استحقاق ٢٠٤٠ فقد أنهت العام بسعر بلغ ٨٢,٤٧، وذلك مقارنة بحوالى ١٠٦,٠٩ في نهاية عام ٢٠١٠، وقد بلغ العائد حتى الاستحقاق حوالى ٨,٥٢% مقارنة بنحو ٦,٤١% في نهاية ٢٠١٠.

والمقارنة عائد السندات الدولارية بعائد سندات الخزنة الأمريكية يتبين أنه بلغ عائد سندات الخزنة الأمريكية استحقاق مايو ٢٠٢٠ نحو ١,٥٧% في نهاية هذا العام ليصل فارق السندات الدولارية فوق عائد سندات الخزنة الأمريكية إلى نحو ٦٥١,٨٤ نقطة أساس ، وبالنسبة لعائد سندات الخزنة الأمريكية استحقاق ٣٠ سنة فقد بلغ حوالى ٢,٨٤% في نهاية ٢٠١١ مما يعنى أن فارق السندات الدولارية فوق عائد سندات الخزنة الأمريكية بلغ نحو ٥٦٧,٨٣ نقطة أساس. وفي هذا العام تم استحقاق السندات الدولارية استحقاق ٢٠١١ في يوليو ٢٠١١<sup>(٢)</sup>

وفي عام ٢٠٠٧ قامت وزارة المالية بطرح أول سندات مصرية مصدرة بالعملة المحلية في السوق العالمية في يوليو ٢٠٠٧ بقيمة ٥ مليار جنيه مصرية بأجل استحقاق ٥ سنوات، وقد تم تغطية هذه الطرح بأكثر من مرتين ونصف بمبلغ ١٢,٥ مليار جنيه مصرية ، وفي نهاية العام ذاته أعلنت وزارة المالية عن عزمها إصدار سندات جديدة بالجنيه المصري بأجل استحقاق ١٠ سنوات في الأسواق العالمية<sup>(٣)</sup>.

١ - البورصة المصرية، الكتاب السنوى ٢٠١٠ ص٨٢.

٢ - البورصة المصرية، الكتاب السنوى ٢٠١١ ص٣٩.

٣ - البورصة المصرية، الكتاب السنوى ٢٠٠٧ ص٧٥.

وفي عام ٢٠٠٨ سجلت السندات المصرية المصدرة بالعملة المحلية في السوق العالمية ٨٨,٤١ في ديسمبر ٢٠٠٨ مقارنة بنحو ١٠٣,٥ في نهاية ٢٠٠٧، وبلغ العائد حتى تاريخ الاستحقاق نحو ١٢,٩١% مقارنة بنحو ٧,٨٢% في نهاية ٢٠٠٧.

أما في نهاية عام ٢٠٠٩ فقد سجلت نحو ١٠٠، وبلغ العائد حتى تاريخ الاستحقاق ٨,٧٤%، وفي عام ٢٠١٠ سجلت أسعار السندات والبالغ حجمها ٦ مليار جنيه مصرى نحو ١٠٠، وبلغ العائد حتى تاريخ الاستحقاق نحو ٨,٧٤%<sup>(١)</sup>.

### سندات الطاقة البديلة<sup>(٢)</sup>

يتم إصدار هذه السندات مقابل ما تودعه هيئة البترول من دخول البترول في حسابات الحكومة لدى البنك المركزي أو مقابل ما يتحقق عن تلك الودائع من عائد ، وقد سجلت تلك السندات تنامياً مضطرباً في قيمتها المطلقة، فقد ارتفعت من ١,٢ مليار جنيه عام ١٩٩٠ إلى أن بلغت ٥,٤ مليار جنيه في نهاية عام ١٩٩٧، إلا أن رصيد هذا النوع من السندات تلاشى بعد صدور قانون ربط الموازنة العامة للدولة رقم ٢٦ لسنة ١٩٩٨، وقد اشتملت المادة التاسعة من القانون سالف الذكر على التزام الهيئة العامة المصرية للبترول برد السندات المشار إليها لوزارة المالية مقابل قيام الأخيرة برد وديعة الطاقة البديلة لدى البنك المركزي المصري بالنقد الأجنبي لتصبح باسم الهيئة ، ويتم استثمار هذه الوديعة بمعرفة البنك المركزي ولصالح هيئة البترول دون إصدار أية سندات جديدة على الخزنة العامة ، مع إضافة صافي العائد على هذا الاستثمار إلى أصل الوديعة ، مع حظر التصرف في الوديعة أو العائد المضاف إليها إلا في الأغراض المحددة في القانون السابق.

### سندات الإسكان

يتم إصدار هذه السندات على دفعات سنوية في ديسمبر من كل عام ، وصدرت لأول مرة في ديسمبر عام ١٩٧٨ بقيمة تبلغ حوالى ١١١ ألف جنيه، وتقد تطور إصدار سندات الإسكان فبلغت في عام ١٩٩٠، ٥٢٠ مليوناً ثم وصلت في عام ١٩٩٦ إلى ١٥٣ مليوناً تراجع بعد ذلك حتى وصلت في عام ٢٠٠٣، ١٣٢ مليوناً<sup>(٣)</sup> وفي عام

١ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي أعداد مختلفة.

٢ - راجع في ذلك، البنك المركزي المصري، التقرير السنوي أعداد مختلفة.

٣ - أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلى وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري ، مرجع سابق ص ٢٠٧ - ٢٠٩.

إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها ، مرجع سابق ص ٧٦ - ٧٧.

٣ - أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلى وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري ، مرجع سابق ص ٢٠٩ - ٢١٠.



٢٠٠٧ بلغت سندات الإسكان المقيدة ١٩ سندا، وبلغ رأس المال السوقي لها ٨٠,٤ مليون جنية<sup>(١)</sup>.

### السندات الإيرادية

أضيفت مادة جديدة<sup>(٢)</sup> لللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تجيز للأشخاص الاعتبارية العامة و وحدات الإدارة المحلية بعد موافقة وزارة المالية إصدار سندات إيراد لتمويل مشروعاتها الإنتاجية أو الخدمية، ويتم سداد قيمة هذه السندات بالإضافة إلى عوائدها باستخدام التدفقات النقدية المتولدة عن تلك المشروعات وغيرها من الإيرادات التي تحددها الجهة مصدرة السندات، ويضع مجلس إدارة الهيئة بعد أخذ رأى وزارة المالية القواعد والإجراءات المنظمة لإصدار سندات الإيراد، وسداد قيمتها بالإضافة إلى عوائدها.

### سندات الهيئات الاعتبارية

شهد عام ٢٠١٠ قيد سندات هيئة المجتمعات العمرانية الجديدة بقيمة إجمالية قدرها ١٠ مليار جنية مصرى ، والتي تمثل أول حالة لقيام هيئة من غير الشركات بإصدار سندات، وذلك في أول تطبيق لتعديلات قواعد إصدار، وقيد السندات<sup>(٣)</sup>، وفي عام ٢٠١١ تم استحقاق شريحتين من إصدارين سندات الهيئات الاعتبارية<sup>(٤)</sup>.

### أذون الخزانة

تعتبر أذون الخزانة بمثابة أحد أدوات الاقتراض قصير الأجل من قبل الحكومات، وعادة ما يتراوح آجالها ما بين (٩١ - ١٨٢ - ٣٦٤) يوم وتعد أذون الخزانة أكثر الأدوات سيولة وقابلية للتسويق في سوق النقد<sup>(٥)</sup>، كما أن لها سوق تداول نشط، ونجد أن التجار في سوق الأوراق المالية النشطة على استعداد دائم لشراء وبيع أذون الخزانة بصفة مستمرة، وذلك لخلوها من المخاطر؛ حيث إنها مضمونة من الحكومة<sup>(٦)</sup>، كما أنها تعتبر أحد أهم أدوات البنك المركزي والتي يتم من خلالها إدارة السياسة النقدية، ويعتبر

١ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٧.

٢ - مادة ٢٤ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال مضافة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤. الوقائع المصرية العدد ٤٥ تابع ( أ ) الصادر في يوم الثلاثاء ٤ ربيع الآخر سنة ١٤٣٥ الموافق ٢٥ فبراير ٢٠١٤.

٣ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١٠ ص ٨٢.

٤ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١١ ص ٧٤.

٥ - إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق ص ٧١.

٦ - جيهان كامل محمد، الأزمات الاقتصادية في أسواق المال الدولية ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير - كلية

التجارة - جامعة عين شمس، عام ٢٠٠٠ ص ١٩.

إصدار أذون الخزانة في مصر في أول يناير ١٩٩١ جزءاً من برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأت مصر في تطبيقه بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي وصدر القانون رقم ١١٧ لسنة ١٩٩١ بإعفاء أذون الخزانة الصادرة من أول يناير ١٩٩١ وعوائدها

من كافة أنواع الضرائب والرسوم فيما عدا ضريبة الأيلولة. وتم الربط بين سعر الخصم لدى البنك المركزي وبين سعر الفائدة على أذونات الخزانة بحيث يزيد السعر الأول عن السعر الثاني بنسبة ٢٪، وبالتالي أصبح سعر الفائدة على أذون الخزانة بمثابة حجر الزاوية في تحديد هيكل أسعار الفائدة الدائنة والمدينة في مصر<sup>(١)</sup>.

ويتتبع<sup>(٢)</sup> تطور الإصدارات من الأذون على الخزانة في الاقتصاد المصري نجد أنها مرت بمراحل منذ عام ١٩٩١ تعكس توجه الحكومة وحالة الموازنة العامة للدولة، حيث بلغت قيمة الإصدارات في عام ١٩٩١ ٤ مليارات جنيه، واستمر في الزيادة لتبلغ حوالي ٣٦,٩ مليار جنيه عام ١٩٩٥، ويلاحظ أن تلك الإصدارات خلال هذه الفترة كان الهدف الأساسي منها ضبط التوسع النقدي بالأسواق والسيطرة على معدلات التضخم؛ ذلك أن عجز الموازنة العامة للدولة تراجع من ١٠ مليار عام ١٩٩١ إلى ٢,٥ مليار عام ١٩٩٥، وبدأت الإصدارات منذ عام ١٩٩٦ بالانخفاض حيث بلغت ٢٧,٣ مليار جنيه في هذا العام، ثم عاودت الارتفاع لتبلغ حوالي ٣٨ مليار عام ١٩٩٨ أخذت بعدها في الانخفاض لتصل إلى حوالي ٢٥,٤ مليار جنيه بنهاية عام ٢٠٠٠، ويلاحظ انخفاض قيمة الإصدارات من الأذون خلال تلك الفترة على الرغم من تضاعف قيمة العجز في الموازنة العامة للدولة وهو ما يعكس اتجاه الحكومة خلال تلك الفترة إلى إعادة هيكلة الدين العام المحلي من خلال زيادة نسبة السندات الحكومية طويلة الأجل، وذلك لخفض أعباء خدمة الدين وحل أزمة نقص السيولة التي ظهرت خلال تلك الفترة، إلا أنه بدأت قيمة الإصدارات بالزيادة مرة أخرى منذ عام ٢٠٠١ حيث ارتفعت من ٢٩,٣ مليار جنيه عام ٢٠٠١ إلى نحو ٥٥,٣ مليار جنيه عام ٢٠٠٣، وقد اتجهت الحكومة إلى زيادة الاعتماد على أذون الخزانة في تمويل العجز المتزايد في الموازنة العامة للدولة؛ باعتبارها أداة غير تضخمية. كما أنها تعتبر بمثابة خلق سوق للدين المحلي يتم من خلاله استثمار الفوائض المالية لدى الجهاز المصرفي والشركات والأفراد، وإن كان إصدار أذون الخزانة يكون في الغالب لمواجهة عجز مؤقت تقابله موارد مؤكدة

١ - أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري، مرجع سابق ص

١٩٧-١٩٨.

٢ - أحمد حامد عطية، المرجع السابق ص ٢٠١-٢٠٤.



حقيقية يتم تحصيلها خلال فترة لا تتعدى أجل الأذون. إلا أن التجربة المصرية كانت بخلاف ذلك، حيث توالى الإصدارات بهدف أن يتم سداد قيمة الأذون من خلال إصدارات الأذون الجديدة، بالإضافة إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأذون أدى إلى تزايد العجز بمقدار عبء فوائد هذه الأذون للإنفاق الجارى دون الإنفاق الاستثمارى.

ومنذ إدخال نظام المتعاملين الرئيسيين في مصر فعليا ابتداء من ٢٠٠٤/١١/٣ وحتى الآن يتم التعامل على أذون الخزنة من خلال هذا النظام خارج المقصورة، وتدون الأسعار من خلال نظام الكتروني مما يسمح لجميع الأطراف المعنية بالاطلاع على التعاملات وهذه هي حال الأسواق المتقدمة، وهو ما سارت عليه مصر منذ اتباع هذا النظام<sup>(١)</sup>.

وعن تطور الإصدارات من الأوراق المالية الحكومية الفترة الأخيرة تبين الآتى<sup>(٢)</sup>:

- في عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ بلغت الأوراق المالية الحكومية المصدرة ٢٥٥,٢ مليارات منها ٣٣٢,٢ مليارات أذون خزنة، ٢٣ مليارات سندات خزنة.

- في عام ٢٠١٠/٢٠٠٩ بلغت الأوراق المالية الحكومية المصدرة ٤٥٢,٥ مليار جنيه منها ٣٧٧,٢ مليارات أذون خزنة، ٧٥,٢ مليارات سندات خزنة.

- في عام ٢٠١١/٢٠١٠ بلغت الأوراق المالية الحكومية المصدرة ٥٤٨,٨ مليار جنيه منها ٤٩١,٨ مليار جنيه أذون خزنة، ٥٧ مليار جنيه سندات خزنة.

- في عام ٢٠١٢/٢٠١١ بلغت الأوراق المالية الحكومية المصدرة ٦٤٧ مليار جنيه منها ٥٦٢,٧ مليارات أذون خزنة، ٨٤,٣ مليارات سندات خزنة.

- في عام ٢٠١٣/٢٠١٢ بلغت الأوراق المالية الحكومية المصدرة ٧٢٥,٧ مليار جنيه منها ٦٤٥,٣ مليارات أذون خزنة، ٨٠,٤ مليارات سندات خزنة.

- في عام ٢٠١٤/٢٠١٣ بلغت الأوراق المالية الحكومية المصدرة ٩٦٣,٢ مليار جنيه منها ٧٥٤,١ مليار جنيه، ٢٠٩,١ مليار جنيه سندات خزنة.

- في عام ٢٠١٥/٢٠١٤ وحتى نهاية أكتوبر ٢٠١٤ بلغت الأوراق المالية الحكومية المصدرة ٣٢٩,٣ مليار جنيه منها ٢٦٤,٢ مليار جنيه أذون خزنة. ٦٥,١ مليار جنيه

١ - إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات السياسية المستحدثة في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ١٨٩.  
٢ - المصدر وزارة المالية.

سندات خزانة. واستمرت الإصدارات في الزيادة، ويتبين ذلك من خلال بيان تطور أداء سوق السندات في موضع لاحق.

وهناك أدوات مالية حكومية أخرى غير متداولة بسوق الأوراق المالية تتمثل في صكوك على الخزنة العامة بقيمة العجز الاكثوري في صناديق التأمينات الاجتماعية والسندات الصادرة بالعملات الأجنبية لدى بنوك القطاع العام التجارية، ومقابل نسبة ٥% المجنبية من أرباح الشركات لشراء السندات الحكومية، والتي يقوم بشرائها نوعية معينة من المؤسسات والشركات تنفيذاً لنصوص القانون ولائحة الشركات بشرائها، والتي تقضى باستثمار نسبة معينة من احتياطات الشركة في السندات الحكومية، وبالتالي فهي لا تتداول، وكل ذلك أدى إلى اتسام سوق تدازل السندات بالضعف الشديد،<sup>(١)</sup> كما أن ما يتم تداوله بالفعل في سوق الأوراق المالية من السندات الحكومية القابلة للتداول يمثل نسبة ضعيفة جداً؛ حيث لم يتعد نسبة ٥,٢% من القيمة الإجمالية للسندات الحكومية عام ٢٠٠٧ مقارنة بـ ١,٨% عام ٢٠٠٢، وهو أقل مما كان عليه عام ١٩٩٦ حيث كانت القيمة ٢٧,١%<sup>(٢)</sup>.

### سندات دين الشركات

وهي عبارة عن أدوات دين تستخدمها الشركات لتمويل مشروعاتها وأنشطتها، وفي معظم أسواق رأس المال المتقدمة أصبحت سندات الشركات أهم من البنوك التجارية كمصدر لتمويل الشركات<sup>(٣)</sup>؛ حيث إن المؤسسات المالية وخاصة البنوك تنأى في معظم الأحيان عن الانخراط في نشاطات التمويل طويل الأجل، وذلك لمخاطر هذا النوع من التمويل، ولأن مصادر أموال البنوك في الغالب قصيرة الأجل، وهو ما يمنع من تمكين البنوك من منح قروض طويلة الأجل؛ حيث تواجه ما يسمى بعدم الموازنة ما بين مصادر الأموال والتوظيفات، وهو ما يجعلها عرضة لمخاطر السوق كتقلبات أسعار الفائدة، وأسعار الصرف وغيرها<sup>(٤)</sup>.

ويتتبع<sup>(٥)</sup> إصدارات سندات الشركات نجد أنها الأكثر حداثة في السوق المصري، حيث إنه وقبل صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ كما سبق أن ذكرنا لم

١ - أحمد حامد عطيه، تطوير أدوات الدين العام المحلي وأثرها على سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٢١٠.

٢ - إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق ص ١٢٨.

٣ - الجمعية المصرية للأوراق المالية، مقدمة عن الأسواق المالية في مصر، مرجع سابق ص ٣٤.

٤ - سامح حمدان عوض، سوق الأوراق المالية في تمويل استثمارات الشركات المساهمة في مصر، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة عام ٢٠٠٧ ص ١٥.

٥ - إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات السياسية المستحدثة في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ١٨٢ - ١٨٣.



يكن يسمح للشركات بإصدار أدوات دين بعائد يزيد عن ٧% وهو معدل أقل بكثير من سعر العائد في الجهاز المصرفي، وبعد صدور القانون السابق، والسماح بإصدار سندات دون التقيد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر<sup>(١)</sup>.

بدأت الشركات في دراسة إصدار السندات وصدر أول سند في عام ١٩٩٤ بقيمة ٣٠ مليون جنيه لمدة خمس سنوات بمعدل عائد متغير على أساس عائد سنوي لأذون الخزانة لمدة ١٨٢ يوم + ٠,٠٥٠%<sup>(٢)</sup>، وتوالت بعد ذلك الإصدارات من جانب البنوك والفروع المحلية للبنوك الأجنبية ، وبعد تعديل المادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والسماح للشركات بإصدار سندات بما يتجاوز صافي أصولها بشرط الحصول على تصنيف ائتماني مناسب من شركة تصنيف ائتماني معتمدة. اتسع السوق وزاد حجم المعروض من السندات ففي عام ١٩٩٩ بلغ عدد الإصدارات ١٤ إصدار بقيمة بلغت ٣٠١٣ مليون جنيه وبلغت قيمة الإصدارات في عام ٢٠٠٥ - ٤٩٦٦ مليون.

ويتتبع إصدارات سندات الشركات المقيدة في البورصة تبين أنه في نهاية عام ٢٠٠٧ بلغ عدد سندات الشركات المقيدة في البورصة المصرية ٧ سندات؛ اثنان منهم ذاتا عائد ثابت، وباقي السندات بعائد متغير، وخلال هذا العام تم استحقاق ٤ سندات ذات عائد ثابت واثنين ذاتي عائد متغير، وتم إصدار سند جولدن بيراميدز بلازا ذو العائد المتغير في أغسطس ٢٠٠٧ بقيمة ٢٨٥ مليون دولار موزعة على ٢,٨٥ مليون سند<sup>(٣)</sup>.

وفي عام ٢٠٠٨ بلغ عدد سندات الشركات المقيدة في البورصة المصرية ٥ سندات اثنان منهم ذاتا عائد ثابت، وباقي السندات بعائد متغير، وخلال هذا العام تم شطب سندات شركة أوراسكوم للإنشاء والصناعة الإصدار الثالث نظراً للاستهلاك الكلي المعجل لهذا الإصدار في فبراير ٢٠٠٨، بينما تم إصدار سندات العز لصناعة حديد التسليح ( الإصدار الثاني ) ذات العائد الثابت في مايو ٢٠٠٨ بقيمة ١,١ مليار جنيه موزعة على ١١ مليون سند<sup>(٤)</sup>.

١ - مادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٦٥ لسنة ١٩٩٢.

٢ - صاحبة الإصدار هي شركة Hoechst orient إحدى الشركات التابعة لشركة Hoechst international وصدر بضمان بنك باركليز.

٣ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٧ ص ٧٠.

٤ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٨ ص ٨٧.

وفي عام ٢٠٠٩ تم قيد ٣ سندات شركات ، اثنان منهم ذاتا عائد ثابت والأخرى بعائد متغير، وتم شطب سندات البنك العقاري المصري العربي في مارس ٢٠٠٩، كما تم شطب الشريحتين الأولى والثانية من سندات شركة المصرية للاتصالات في ديسمبر ٢٠٠٩، وتم إصدار سندات الدولية للتأجير التمويلي ( إنكوليس ) ذات العائد الثابت في سبتمبر ٢٠٠٩ بقيمة ٢٠٠ مليون جنيه موزعة على ٢ مليون سند<sup>(١)</sup>.

وفي عام ٢٠١٠ تم قيد ٣ سندات شركات ذات عائد ثابت حيث تم إصدار سندات الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول ( إصدار ثاني ) في يناير ٢٠١٠ بقيمة ١,٥ مليار موزعة على ١٥ مليون سند، كما تم إصدار سندات جى بى أوتو في مايو ٢٠١٠ بقيمة مليار جنيه موزعة على ١٠ مليون سند، بينما تم إصدار سندات أوراسكم للإنشاء والصناعة ( الإصدار الرابع ) في سبتمبر ٢٠١٠ بقيمة ١,٦٥ مليار جنيه موزعة على ١٦,٥ مليون سند<sup>(٢)</sup>.

وفي عام ٢٠١١ بلغ عدد سندات الشركات المقيدة ٦ سندات ، خمسة منها ذات عائد ثابت، وسند واحد فقط بعائد متغير، ولم يتم قيد أو شطب أى سندات خلال هذا العام،<sup>(٣)</sup> وفي عام ٢٠١٢م بلغت قيمة سندات الشركات المتداولة ٦٨ مليون جنيه ، بحجم ٧٦٠ ألف سند، أما في عام ٢٠١٣م فقد انخفضت قيمة التداول غالي ١٩ مليون بحجم تداول ١٨٤ ألف سند، وفي عام ٢٠١٦م كانت قيمة التداول ٢ مليون جنيه بحجم تداول ٥٠ ألف سند.<sup>(٤)</sup>

### ج- توريق الحقوق المالية

عرف المشرع المصري التوريق من خلال تعريفه لشركات التوريق بأنها هي « التي تزاول نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها »<sup>(٥)</sup>، ويعتبر التوريق أداة مالية مستحدثة وأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل، وله أهمية كبيرة في تنشيط سوق الأوراق المالية، وكذلك بالنسبة لمؤسسات المالية والمستثمرين على حد سواء<sup>(٦)</sup> ؛ حيث يعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة

١ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٩ ص ٧٨.

٢ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١٠ ص ٨٢.

٣ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١١ ص ٧٤.

٤ - البورصة المصرية- التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

٥ - مادة ٤١ مكرر من القانون رقم ١٤٢ لسنة ٢٠٠٤.

٦ - راجع في ذلك- إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات السياسية المستحدثة في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ص ٢١٢ - ٢٢٠.

-لمنزوبن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعلومات المالية، مجلة الباحث - العدد ٧ عام ٢٠٠٩ / ٢٠١٠، ص ٢٤٠ - ٢٤١.

-Comptroller, S hand book, " asset securitization " comptroller of the currency administrator of national bank, nov. 1997, P.P 4 - 5.



مصادر تمويل جديدة، وتنوع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات وخلق علاقات ارتباطية بين قطاعات أخرى، كقطاع السكن وسوق الأوراق المالية، وهو ما يكون له أثر مضاعف اقتصادياً على العديد من القطاعات بإيجاد استثمارات جديدة وخلق فرص عمل، كما أنه يعتبر أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بيئة المعلومات في السوق، وذلك لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقتراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل أيضاً، فإنه يربط السوق المالية المحلية بالأسواق العالمية إذا ما تم إشراك شركات أجنبية مسجلة في بورصات أخرى في هذا النشاط، ويعمل على رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية. وهو ما يخفف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال، وبتيح للشركات الراغبة في الاستحواذ وسيلة لتمويل هذه الصفقات التي تتميز بكبر المبالغ التي تدفع فيها من خلال قيام هذه الشركات بتوريق أصولها المالية والحصول على النقدية واستثمارها في شراء الشركات الأخرى بالتقدم بعروض الشراء دون اللجوء إلى التمويل التقليدي<sup>(١)</sup>، ويعتبر أداة تمويلية تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث إن تكلفة التوريق لها تتراوح ما بين ٣،٢٪، ٥٪، وهي أقل بكثير من الاقتراض المصرفي، ويوفر التوريق للمستثمرين فرصة حيازة أدوات مالية جديدة ذات آجال ومخاطر وكوبونات مختلفة تلائم تفضيلات المستثمرين؛ حيث إن التوريق عملية مركبة يمكن تخليقها حسب احتياجات المستثمر بالنسبة للمخاطر، والعائد، وتاريخ الاستحقاق بالمقارنة مع الأدوات الأخرى<sup>(٢)</sup>.

وبالتالي فإن المستثمر يحوز أداة مالية ذات سيولة عالية؛ إذ أنها قابلة للتداول في الأسواق المالية؛ فضلاً عن أنه يحق له الاقتراض بضمانها، كما أنه يحصل على عائد أعلى بجيازتها مقارنة بالأوراق المالية الأخرى؛ حيث إن الأوراق المالية المضمونة بأصول غالباً ما تحصل على تصنيف ائتماني عال؛ نظراً للتنوع الكبير في محفظة القروض<sup>(٣)</sup>.

١ - إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات السياسية المستخدمة في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٢١٨.

2 - timothy C. leixner, ESQ, securitization of finance assets. Holl and, knight llp, 2006 - 2007 P 3.

3 - Comptroller, S Hand book, asset securitization, comptroller the currency administrator of national bank, nov. 1997. P 4

## توريق الحقوق المالية بمصر

في مصر صدر القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري، وذلك لمحاولة حل مشكلة القروض العقارية عن طريق تحويلها إلى أوراق مالية (سندات) قابلة للتداول؛ إلا أن هذا القانون لم ينظم عملية التوريق بالطريقة الأمثل، حيث كان يسمح بحق الرجوع على المنشئ، وبالتالي عدم قدرة المنشئ على تحويل هذه الأصول خارج الميزانية كاملاً. ولكن تظل على الميزانية في صورة التزام مشروط، كما أن هذا القانون لم يفعل لعدم وجود تشريع متكامل لنظام التوريق، وهو الأمر الذي رأى معه المشرع ضرورة تنظيم عملية التوريق حتى يتم التغلب على العقبات السابقة، وحتى يتم الاستفادة منه في السوق المصري<sup>(١)</sup>، فصدر القرار الوزاري رقم ٩٦٧ لسنة ٢٠٠١ بإضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بعدها تم إضافة فصل ثالث إلى الباب الثالث لقانون سوق رأس المال<sup>(٢)</sup>، وذلك بموجب القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤، ثم صدر بعدها قرار وزاري<sup>(٣)</sup> بإضافة الباب العاشر بشأن نشاط التوريق إلى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ونظم القانون رقم ١٤٣ لسنة ٢٠٠٤ ولائحته التنفيذية عمل شركات التوريق، والتي عرفها بأنها هي « التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها »<sup>(٤)</sup>، كما تناول بالشرح محفظة التوريق وما تتضمنه من حقوق وضمانات وكيفية حوائتها وشروط نفاذ الحوالة وحقوق المحيل ودور أمين الحفظ، كما نظم كيفية الوفاء بمستحقات حملة السندات التي تصدرها شركات التوريق وضرورة تقديم نشرة اكتتاب لسندات التوريق يتم الإفصاح فيها عن البيانات السياسية التي تهم المستثمرين مثل قيمة محفظة التوريق وحجم الإصدار ومخاطر العملية وحدود مسؤولية شركة التوريق للحفاظ على حقوق حملة السندات، أيضاً أعفى هذه الشركات من ضريبة الدمغة النسبية وأجاز القانون لشركات المساهمة من غير شركات التوريق القيام بعملية التوريق (التوريق الداخلي)، وذلك بترخيص من الهيئة.

١ - إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات السياسية المستحدثة في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٢٩١، ٢١٧، ٢٢٠.

٢ - بموجب القانون رقم ١٤٢ لسنة ٢٠٠٤ بشأن شركات التوريق، الجريدة الرسمية العدد ٢٥ تابع (أ) في ١٧/٦/٢٠٠٤.

٣ - قرار وزير الاستثمار رقم ٤٦ لسنة ٢٠٠٤.

٤ - مادة ٤١ مكرر من القانون رقم ١٤٢ لسنة ٢٠٠٤.



وعقب صدور القانون رقم ١٤٢ لسنة ٢٠٠٤ تم تأسيس أول شركة توريق في مصر، وهى شركة كونتكت للتوريق وقامت بإصدار أول سندات مورقة، واحتضنت الهيئة هذه العملية، وقدمت الدعم الفنى للشركة حتى يتم إصدار السندات بنجاح<sup>(١)</sup>، حيث أعلنت الهيئة في ٢٠٠٦/١/١٥ عن نجاح الاكتتاب في سندات التوريق، وتم تغطيه اكتتاب شركة كونتكت بنسبة ٢٢٥% من السندات المطروحة للاكتتاب العام، وبلغ عدد السندات المكتتب فيها ٣١٤٧١٢ سناً فيما كانت السندات المطروحة للاكتتاب العام ١٤٠٠٠٠ سناً، وبذلك يكون التخصيص بنسبة ٤٤,٥%<sup>(٢)</sup>، وقام البنك العقاري العربي بعدها بإصدار أول سندات توريق بنظام التوريق الداخلى وبمعاونة الهيئة أيضاً بهدف إنجاح العملية، وبهدف إدخال أداة تمويلية مستحدثة بالسوق المصري، وهذه السندات بضمان حقوق مالية ممنوحة للهيئة العامة لتعاونيات البناء والإسكان وعددها ٢٤ قرصاً بمبلغ إجمالي ٥٦٥٨٠١٤ جنيهاً ومضمونه من وزارة المالية، ثم قامت شركة كونتكت بعد نجاح الإصدار الأول بإصدار سندات مقابل حقوق مالية ( إصدار ثانى ) قابلة للتداول، وغير قابلة للتحويل إلى أسهم، وقابلة للاستدعاء المعجل بعد السنة الثالثة للإصدار ولمدة خمس سنوات بقيمة إجمالية ١٥٩ مليون جنيه موزعاً على عدد ١,٥٩ مليون سند بقيمة اسمية ١٠٠ جنيه للسند الواحد تستهلك شهرياً وذات عائد سنوى ثابت قدره ١٠,٧٥% يصرف شهرياً وحصل هذا الإصدار على تصنيف ( A A )؛ أى أنها تعد من الديون الممتازة، وبعد نجاح هذه الإصدارات قامت نفس الشركة بإصدار ثالث لسندات مدعومة بأصول قيمتها ٢٧٥ مليون جنيه بفائدة ٩,٥% سنوياً لمحفظة توريق قيمتها ٤٧٢,٤٦٦,٢٩٢ جنيه مصرى وحصل الإصدار على تصنيف ( A A )<sup>(٣)</sup>.

وكان الإصدار الثالث لشركة كونتكت في ديسمبر ٢٠٠٧ سبقه قيام البنك العقاري المصري العربي بإصدار ثانى بمبلغ ٧٥٠ مليون جنيه موزعة على ٧٥٠٠٠٠ سناً بأجل استحقاق ٧ سنوات وبعبائد متغير قدره ١% فوق سعر الائتمان والخصم المعلن من البنك المركزى ويصرف كل ثلاثة شهور<sup>(٤)</sup>، وفي عام ٢٠٠٨ بلغ عدد سندات التوريق المقيدة ٥ سندات توريق، وتم طرح سندات توريق في السوق المصرية خلال هذا العام الأول لشركة كونتكت ( الإصدار الرابع )، وذلك في ديسمبر ٢٠٠٨ بقيمة ٢٦٦,٣ مليون جنيه

١ - إسماعيل عبد العال السيد،، الأدوات السياسية المستحدثة في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٣٢٢.

٢ - إسلام محمد شاهين،، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق ص ٣٢١.

٣ - إسماعيل عبد العال السيد،، الأدوات السياسية المستحدثة في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٣٢٥ - ٣٤٢.

٤ - البورصة المصرية، الكتاب السنوى ٢٠٠٧ ص ٧١.

موزعة على ٢,٧٥ مليون سند وبعائد سنوى ثابت قدره ٩,٥٠% يصرف مع نهاية كل شهر، وتستهلك السندات بصورة شهرية، والثانى تم إصداره من خلال شركة المصرية للتوريق ( إصدار أول )، وذلك في أبريل ٢٠٠٨ بمبلغ ٣٣٠ مليون جنيه موزعة على ٣,٦ مليون سند بعائد ثابت قدره ٩,٧٥% يصرف مع نهاية كل شهر، وتستهلك السندات بصورة شهرية<sup>(١)</sup>.

وفي عام ٢٠٠٩ بلغ عدد سندات التوريق المقيدة ٨ سندات تم طرح ٣ سندات منها في السوق المصرية خلال عام ٢٠٠٩ الإصدار الأول لشركة كونتكت ( الإصدار الخامس )، وذلك في نوفمبر ٢٠٠٩ بقيمة ٣٨٠,٢ مليون جنيه موزعة على ٣,٩٢ مليون سند بعائد سنوى متغير يزيد بمقدار ٢٥,٠% عن سعر الفائدة على الودائع الذى يحدده البنك المركزى على أن يتراوح العائد على الكوبون بين ١٠%، ١٢,٢٥% سنوياً يوزع في نهاية كل شهر، أما ثانى سندات التوريق فقد تم إصداره من خلال شركة التعمير للتوريق بمبلغ ٤,٦٥ مليار جنيه موزعة على ٤,٦٥ مليون سند بعائد متغير يقل بمقدار ٢٥,٠% عن سعر الخصم الذى يحدده البنك المركزى سنوياً ويوزع كل ثلاثة شهور، أما ثالث سندات التوريق فتم إصداره من خلال شركة كونتكت بمبلغ ٤٦٨ مليون جنيه موزعة على ٤,٩٥ مليون سند بعائد ثابت قدره ١٠,٧٥٥% يوزع شهرياً، وتستهلك تلك السندات بصورة شهرية في نفس يوم دفع الفائدة، بينما تستهلك سندات شركة التعمير للتوريق بصورة ربع سنوية<sup>(٢)</sup>.

وفي عام ٢٠١٠ بلغ عدد سندات التوريق المقيدة ٩ سندات توريق، وتم طرح سندي توريق في السوق المصرية خلال هذا العام الأول لشركة كونتكت ( الإصدار السادس ) بقيمة ٤٧٠ مليون جنيه موزعة على ٤,٧ مليون سند وبعائد سنوى ثابت قدره ٩,٣٧٥% للشريحة الأولى، ١٠,٢٥% للشريحة الثانية، ١٠,٧٥% للشريحة الثالثة يصرف مع نهاية كل شهر، وتستهلك السندات بصورة شهرية، أما ثانى سندات التوريق فتم إصداره من شركة التوفيق للتوريق ( إصدار أول ) بمبلغ ٥٧٦ مليون جنيه موزعة على ٥,٧٦ مليون سند بعائد ثابت قدره ٩%، ١٠%، ١١,٢٥% للشريحة الأولى والثانية والثالثة على التوالي، يصرف نهاية كل شهر، وتستهلك السندات بصورة شهرية<sup>(٣)</sup>.

١ - البورصة المصرية: الكتاب السنوى ٢٠٠٨ ص ٨٧.

٢ - البورصة المصرية: الكتاب السنوى ٢٠٠٩ ص ٧٨.

٣ - البورصة المصرية: الكتاب السنوى ٢٠١٠ ص ٨٢.



وفي عام ٢٠١١ بلغ عدد سندات التوريق المقيدة ١٠ سندات حيث تم قيد سنيين توريق في البورصة خلال هذا العام الأول لشركة كونتكت ( الإصدار السابع ) بقيمة ٤٢٠ مليون جنيه موزعة على ٢,٤ مليون سند ويعائد سنوي ثابت قدره ٩% ، ٢٥ ، ١٠% ، ١١% للشريحة الأولى والثانية والثالثة على التوالي، أما ثاني سندات التوريق فتم إصداره أيضاً من خلال شركة كونتكت ( إصدار ثامن ) بمبلغ ٢٥٠ مليون جنيه موزعة على ٣,٥ مليون سند يعائد سنوي ثابت قدره ١١% ، ٢٨ ، ١١% ، ٧٥% للشريحة الأولى والثانية والثالثة على التوالي<sup>(١)</sup>.

وتم الموافقة علي إصدار عدد ٢٤ من سندات التوريق بمبلغ ٩٧٢ مليوناً في عام ٢٠١٢م، وفي عام ٢٠١٣م تم الموافقة علي إصدار عدد ١ من سندات التوريق بقيمة ٦٢٩، أما عام ٢٠١٤ فلا توجد إصدارات، وفي عام ٢٠١٥م تم إصدار ٨ سندات بقيمة ٥ مليار جنيه، أما عام ٢٠١٦م فتم إصدار ٤ سندات بقيمة ٢,٢ مليار جنيه<sup>(٢)</sup>.

ويمكن استخدام التوريق في حل مشكلة تمويل الصادرات، وذلك من خلال توريق العقود المستقبلية بهدف تمويل الصادرات ، واستفادت كل من المكسيك والبرازيل والأرجنتين من خلال قيامها بتوريق عقود التصدير المستقبلية في تنمية صادراتها بمختلف أنواعها، كما أنه يمكن استخدامه في حل مشكلة الديون الخارجية سواء من خلال مبادلة الدين بأسهم في شركات وطنية أو بسندات محلية، وقد نجحت دولة شيلي في ذلك من خلال السماح للمستثمرين من أبنائها باستخدام أرصدهم في الخارج في شراء ديونها الخارجية وتحويلها إلى ديون داخلية استقطبت أموال أبنائها الهاربة في الخارج، كما سمحت للأجانب بمبادلة الدين بأسهم محلية، أيضاً نجحت المكسيك في علاج مشكلة أزمة الدين الخارجي المتضاقمة بها من خلال مبادلة القسم الأكبر من ديونها بسندات لمدة ٣٠ سنة<sup>(٣)</sup>.

ويتتبع تطور سوق السندات في مصر تبين أنه في الفترة الأخيرة شهد تطوراً ملحوظاً في قيمة وأحجام التداول ورأس المال السوقي خاصة بعد تطبيق نظام المتعاملين الرئيسيين، ويتضح ذلك على النحو التالي:-

في عام ٢٠٠٥ بلغت قيمة التداول ٨,٩ مليار جنيه مقارنة ب ٢,٨ مليار جنيه في العام السابق، وبلغت كمية التداول ٩ مليون سند مقارنة ب ٣ مليون سند عام ٢٠٠٤،

١ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١١ ص ٧٤.  
٢ - الهيئة العامة للرقابة المالية - تقرير السنوي، أعداد مختلفة.  
٣ - إسماعيل عبد العال السيد المرجع سابق ص ٣٢٠ - ٣٢٤.

وقد استحوذت السندات التي يتم التداول عليها طبقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين على ٩٦% من إجمالي قيمة التداول و٨٦% من إجمالي كمية التداول للسندات وسجلت سندات الشركات قيمة تداول نسبتها ٢% من إجمالي قيمة تداول السندات<sup>(١)</sup>.

وفي عام ٢٠٠٦ بلغت قيمة التداول ١١ مليار جنيه وكمية التداول ١٢ مليون سند استحوذت السندات التي يتم التعامل عليها طبقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين على نحو ٩٦% من إجمالي قيمة التداول للسندات وعلى ٨٢% من إجمالي كمية التداول، وسجلت سندات الشركات قيمة تداول قدرها ٣٦٠ مليون جنيه مقابل ١٦١ مليون جنيه خلال العام الماضي، كما حققت كمية تداول قدرها ٢ مليون سند مقارنة بـ ١,٢ مليون سند خلال العام السابق<sup>(٢)</sup>.

في عام ٢٠٠٧ سجلت قيمة تداول بنحو ٢٤ مليار جنيه، وبلغ حجم التداول ٢٤ مليون سند استحوذت السندات التي يتم التعامل عليها وفقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين على نحو ٩٥% من إجمالي قيمة التداول، ٩٠% من إجمالي حجم التداول، وبلغ رأس المال السوقي للسندات نحو ٧٢,٧ مليار جنيه في نهاية عام ٢٠٠٧ مقارنة بنحو ٦٣,٥ مليار جنيه في العام السابق بما يمثل نحو ١٠% من الناتج المحلي الإجمالي لعام ٢٠٠٧، وقد بلغت قيمة السندات المصدرة ما يقرب من ١٦,٤ مليار جنيه استحوذت سندات الخزنة على نسبة ٨٥% من إجمالي السندات المصدرة خلال هذا العام<sup>(٣)</sup>.

في عام ٢٠٠٨ سجلت السندات قيمة تداول بلغت نحو ٢٠ مليار جنيه، وكمية تداول نحو ٢٢ مليون سند، ومثلت السندات الحكومية التي يتم التعامل وفقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين نحو ٩٩% من قيمة التداول على السندات و٩٠% من إجمالي حجم التداول للسندات، وسجلت سندات الشركات قيمة تداول بلغت ١٦٥ مليون جنيه، وكمية تداول بلغت ٢ مليون سند مقارنة بـ ١,٥ مليون سند العام الماضي، وبلغ رأس المال السوقي للسندات نحو ٧٧,٦ مليار جنيه بما يمثل ٩% من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغت قيمة السندات المصدرة ما يقرب من ١٧,٢ مليار جنيه، وجاءت سندات الخزنة في مقدمة السندات المصدرة حيث مثلت ٩٠% من إجمالي السندات المصدرة خلال هذا العام<sup>(٤)</sup>.

١ - البورصة المصرية: التقرير السنوي ٢٠٠٥ ص ١٩.

٢ - البورصة المصرية: التقرير السنوي ٢٠٠٦ ص ٢٨.

٣ - البورصة المصرية: التقرير السنوي ٢٠٠٧ ص ٦٨.

٤ - البورصة المصرية: التقرير السنوي ٢٠٠٨ ص ٨٤.

- البورصة المصرية: الكتاب السنوي ٢٠٠٧ ص ٣٩.

- البورصة المصرية: الكتاب السنوي ٢٠٠٨ ص ٤٤.



وفي عام ٢٠٠٩ سجلت قيمة التداول نحو ٤١ مليار جنيه، وبلغ حجم التداول ٤٠ مليون سند، وقد مثلت السندات الحكومية التي يتم التعامل عليها طبقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين نحو ٩٩% من إجمالي قيمة وحجم التداول، أما سندات الشركات فقد سجلت قيمة تداول بلغت ٥٢ مليون جنيه، وكمية تداول بلغت ٧٩٢ ألف سند، وسجل رأس المال السوقي للسندات نحو ١,١٢٨ مليار جنيه بما يمثل ١٢% من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغت السندات المصدرة خلال هذا العام ما يقرب من ٦٤ مليار جنيه جاءت سندات الخزنة في مقدمة السندات المصدرة بنسبة ٩١% من إجمال السندات المصدرة<sup>(١)</sup>.

وفي عام ٢٠١٠ سجلت قيمة التداول نحو ٦٤ مليار جنيه، وبلغ حجم التداول ٦٦ مليون سند مثلت السندات الحكومية التي يتم التعامل عليها وفقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين نحو ٩٩% من إجمالي قيمة التداول على السندات و ٩٢% من إجمالي حجم التداول عليها، أما سندات الشركات فقد سجلت قيمة تداول قدرها ٥٦٢ مليون جنيه، وكمية تداول ٥,٥ مليون جنيه سند، وبلغ رأس المال السوقي للسندات نحو ٦,٢٢١ مليار جنيه بما يمثل ٢١,٢% من إجمالي رأس المال السوقي، وقد بلغت السندات المصدرة خلال عام ٢٠١٠ نحو ٢,١٠٤ مليار جنيه بلغت سندات الخزنة نحو ٨٥% من إجمالي السندات المصدرة<sup>(٢)</sup>.

في عام ٢٠١١ بلغت قيمة التداول ٣١ مليار جنيه، وبلغ حجم التداول ٣٥ مليون سند، وكان هذا الانخفاض بسبب أحداث الثورة المصرية وتخفيض التصنيف الائتماني للسندات الحكومية للمرة الرابعة خلال العام إلى B٢، وقد مثلت السندات الحكومية التي يتم التداول عليها طبقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين ما يقرب من ٩٩% من إجمالي قيمة التداول على السندات و ٨٦% من إجمالي حجم التداول للسندات، أما عن سندات الشركات فقد بلغت قيمة التداول لها نحو ٢٢٧ مليون جنيه، وبلغ حجم تداولها حوالي ١,٧ مليون سند؛ إلا أنه على الرغم من الانخفاض الشديد في إجماليات التداول، فقد بلغ رأس المال السوقي للسندات نحو ٣,٢٣٨ مليار جنيه بما يمثل ١٧,٤% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>(٣)</sup>.

١ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٩ ص ٧٤.

٢ - البورصة المصرية، التقرير السنوي ٢٠٠٩ ص ٣٥.

٣ - البورصة المصرية، التقرير السنوي ٢٠١٠ ص ٤٠.

٤ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١٠ ص ٧٨.

٥ - البورصة المصرية، التقرير السنوي ٢٠١١ ص ٣٥.

٦ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١١ ص ٧٠.

في عام ٢٠١٢ بلغت قيمة التداول ٢٨ مليار جنيه، وبلغ حجم التداول ٣٧,٥ مليون سند، وسجلت السندات الحكومية التي يتم التعامل عليها وفقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين نحو ٩٩,٨% من إجمالي قيمة التداول نحو ٩٨% من حجم التداول، أما سندات الشركات، فقد حققت انخفاضاً؛ حيث بلغت قيمة التداول نحو ٦٨ مليون جنيه، وبلغ حجم التداول ٣٦٠ ألف سند<sup>(١)</sup>.

وفي عام ٢٠١٣ بلغت قيمة التداول ٢٩ مليار، وحجم التداول سجل نحو ٢٨ مليون سداً، وقد استحوذت السندات الحكومية التي يتم التعامل عليها وفقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين على غالبية قيمة وحجم التداول للسندات، أما سندات الشركات، فقد بلغت قيمة التداول نحو ١٩ مليون جنيه، وسجلت كمية التداول ١٨٤ ألف سند<sup>(٢)</sup>.

وخلال العام المالي ٢٠١٣ / ٢٠١٤ م ارتفعت قيمة السندات المصدرة والمقيدة في البورصة بنحو ١١٨,٩ مليار جنيه بمعدل ٣٦,٢% لتصل إلي نحو ٤٤٦,٩ مليار جنيه في نهاية يونيو ٢٠١٤ م (مقابل ٣٢٨ مليار جنيه في يونيو ٢٠١٣ م)، وذلك بسبب ارتفاع سندات الخزنة المصرية خلال السنة بنحو ١٢١,٣ مليار جنيه لتصل إلي ٤٣٦,٣ مليار جنيه وبما يمثل ٩٧,٩% من إجمالي قيمة السندات في يونيو ٢٠١٤ م، وارتفعت قيمة السندات المصدرة والمقيدة بالبورصة بنحو ١٥٥,٥ مليار جنيه بمعدل ٣٤,٨% خلال السنة المالية ٢٠١٤ / ٢٠١٥ م لتصل نحو ٦٠٢,٤ مليار جنيه في نهاية يونيو ٢٠١٥ م، ويرجع ذلك إلي زيادة سندات الخزنة المصرية خلال السنة بنحو ١٥٦,٤ مليار جنيه لتبلغ ٥٩٢,٧ مليار جنيه، وبما يمثل ٩٨,٤% من إجمالي قيمة السندات المقيدة في نهاية يونيو ٢٠١٥ م، بينما تراجع سندات الشركات بنحو ٠,٩ مليار جنيه، بينما تراجعت قيمة السندات المصدرة والمقيدة في البورصة خلال عام ٢٠١٦ / ٢٠١٧ م بنحو ٣٦,٣ مليار جنيه بمعدل ٥,٢%، لتصل نحو ٧١٧,٤ مليار جنيه في نهاية يونيو ٢٠١٧ م، ويرجع ذلك لتراجع قيمة سندات الخزنة المصرية خلال السنة بنحو ٣٥,٨ مليار جنيه لتبلغ ٧٠٩,٢ مليار جنيه، وبما يمثل ٩٨,٩% من إجمالي قيمة السندات المقيدة في نهاية يونيو ٢٠١٧ م، ولاستحقاق ٥٠ مليار جنيه من قيمة سندات الهيئات الاعتبارية التي كان قد تم قيدها في بورصة الأوراق المالية في ديسمبر ٢٠١٠ م وتم شطبها من القيد في يوليو ٢٠١٦ م، وأيضاً لتراجع سندات التوريق بنحو ٠,١ مليار جنيه، ولارتفاع سندات الشركات بنحو ١,٦ مليار جنيه<sup>(٣)</sup>.

١ - البورصة المصرية، التقرير السنوي ٢٠١٢ ص ٢٤.

٢ - البورصة المصرية، التقرير السنوي ٢٠١٣ ص ٢٣.

٣ - البنك المركزي المصري - التقرير السنوي، أعداد مختلفة.



وخلال ٢٠١٦ ، سجلت إجماليات التداول نحو ٧٨ مليار جنيه مصري مقارنة بنحو ٨٩ مليار جنيه تم تحقيقها خلال العام الماضي والتي كانت أعلى مستويات تتحقق في تاريخ البورصة بالنسبة للسندات. كما بلغ حجم التداول للسندات نحو ٧٦ مليون سند مقابل ٨٦ مليون سند خلال العام الماضي، وكالمعتاد فقد استحوذت السندات الحكومية التي يتم التداول عليها طبقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين على غالبية قيمة وحجم التداول للسندات، فقد بلغت قيمة التداول ٧٧٦٤٩,٢ مليون جنيه بالنسبة لسندات الخزنة مقابل ٢ مليون جنيه لسندات الشركات، في حين بلغت أحجام التداول ٧٦٠١٦,٩ ألف جنيه بالنسبة لسندات الخزنة مقابل ٥٠ ألف جنيه لسندات الشركات.

ويتبين من العرض السابق أن السندات الحكومية وخاصة التي يتم التعامل عليها وفقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين تستحوذ على أكبر نسبة في سوق السندات، وأن سندات الشركات تمثل نسبة ضعيفة جداً.

وبمقارنة رأس المال السوقي للسندات كنسبة من إجمالي رأس المال السوقي يتبين الآتي:-

في عام ٢٠٠٧ مثلت السندات نحو ٨,٦% من إجمالي رأس المال السوقي مقارنة بـ ٩١,٤% للأسهم،<sup>(١)</sup> وفي عام ٢٠٠٨ مثلت السندات ١٤% من رأس المال السوقي مقارنة بـ ٨٦% للأسهم،<sup>(٢)</sup> أما في عام ٢٠٠٩ مثلت السندات ٢٠,٥% من إجمالي رأس المال السوقي مقارنة بـ ٧٩,٦% تقريباً للأسهم،<sup>(٣)</sup> وفي عام ٢٠١٠ مثلت السندات ٣١,٢% من إجمالي رأس المال السوقي<sup>(٤)</sup>، وفي عام ٢٠١١ مثلت السندات ٤٤,٨% من إجمالي رأس المال السوقي<sup>(٥)</sup>.

واستحوذ التعامل في الأسهم على نسبة ٧٩,٩%، مقابل ٢٠,١% للسندات وذلك في عام ٢٠١٢ / ٢٠١٣م، وفي عام ٢٠١٤ / ٢٠١٣م استحوذ التعامل في الأسهم على ٧٩,٣% مقابل ٢٠,٧% للسندات، واستحوذت الأسهم على ٧٢,٥% من التعاملات مقابل ٢٧,٥% للسندات عام ٢٠١٤ / ٢٠١٥م، بينما عام ٢٠١٦ / ٢٠١٥م استحوذ التعامل في الأسهم على ٥٩,٩% مقابل ٣٩,٣% لسندات، وخلال هذا العام ظهرت تعاملات في وثائق الاستثمار بلغت ٠,٨% من إجمالي قيمة التعاملات، واستحوذ التعامل على الأسهم على ٨٧%

- ١ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٧.
- ٢ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٧.
- ٣ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠٠٩.
- ٤ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١٠.
- ٥ - البورصة المصرية، الكتاب السنوي ٢٠١١.

مقابل ١٢,٢% للسندات، ونسبة تعامل في وثائق الاستثمار ب ٠,٨% من إجمالي قيمة التعاملات وذلك في العام ٢٠١٦/٢٠١٧ م.<sup>(١)</sup>

يتبين من العرض السابق أن رأس المال السوقي للسندات في ازدياد مستمر، إلا أنه بمقارنته بالأسواق العالمية يثبت ضعف تلك النسبة؛ حيث إن سوق السندات في البورصات العالمية يمثل ٧٠% من إجمالي الأوراق المالية المعروضة، أيضاً بمقارنة الإصدارات من سندات الشركات بسندات الخزنة نجد أن حجم الإصدارات الخاصة بالشركات هزيلة جداً.

### ثانياً: أدوات الدين بالسوق السعودي

تنقسم أدوات الدين إلى أدوات دين خاصة وأدوات دين حكومية ونعرض لكلا النوعين علي النحو التالي:-

#### أدوات الدين الخاصة

وافقت الهيئة في يوم السبت ١٣ / ٦ / ١٤٣٠ هـ الموافق ٦ / ٦ / ٢٠٠٩ م على إنشاء سوق مالية لتداول الصكوك والسندات في المملكة، لتكون ثاني سوق منظم للأوراق المالية بعد سوق الأسهم، وأتى إنشاء هذا السوق حرصاً من الهيئة على توفير وسائل استثمار وقتوات تمويل جديدة، ويتم تداول الصكوك والسندات عن طريق الأشخاص المرخص لهم في السوق باستخدام المحافظ الاستثمارية المستخدمة لتداول الأسهم، وقد انطلقت السوق فعلياً في يوم السبت ٢٠ / ٦ / ١٤٣٠ هـ الموافق ١٣ / ٦ / ٢٠٠٩ م، ويجري التداول فيها من يوم السبت إلى يوم الأربعاء من الساعة ١١:٣٠ صباحاً حتى الساعة ٢:٠٠ بعد الظهر، ويتم خلال هذه الفترة قبول وتنفيذ الأوامر على الصكوك والسندات المدرجة، وتسوي العمليات بعد يومي عمل من تاريخ التنفيذ، ونعرض لحجم الإصدارات من الصكوك بحسب الجهات المصدرة خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ م حتى عام ٢٠٠٩ م، كذلك نعرض لعدد الإصدارات من الصكوك بحسب الجهة المصدرة وحجم الإصدار وعدد الصفقات المنفذة وحجم التداول والقيمة عند الاستحقاق وتاريخي الإصدار والاستحقاق للصك منذ بداية التداول في ١٣ / ٦ / ٢٠٠٩ م وحتى نهاية عام ٢٠٠٩ م ويمكن إيجاز أهم تلك النتائج في الآتي:<sup>(٢)</sup>

١ - البنك المركزي المصري - التقرير السنوي، أعداد مقتطفة.  
٢ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٩ م، ص ٤٤-٤٧.



منذ عام ٢٠٠٧ م حتى عام ٢٠٠٦ م أصدرت صكوك ثلاث شركات. وهي « الشركة السعودية للصناعات الأساسية » و « الشركة السعودية الموحدة للكهرباء » و « البنك السعودي الهولندي » وبلغ إجمالي حجم إصداراتها نحو ٢٥,٧ مليار ريال.

في عام ٢٠٠٩ م طرحت صكوك شركتين: الشركة السعودية الموحدة للكهرباء، بمبلغ إجمالي قدره ٧ مليار ريال و « البنك السعودي الهولندي » بمبلغ إجمالي قدره ٧٢٥ مليون ريال في حين لم تطرح صكوك في عام ٢٠٠٨ م إلا لشركة واحدة هي « الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابق) » بمبلغ قدره ٥ مليار ريال، ومنذ بداية التداول في ١٣ / ٦ / ٢٠٠٩ م حتى نهاية عام ٢٠٠٩ م بلغ إجمالي حجم تداول الصكوك نحو ٢٧,٤ مليون ريال، وبلغ عدد الصفقات المنفذة ٥٥ صفقة، وأتى صك الشركة السعودية الموحدة للكهرباء «كهرباء السعودية ١» الأعلى من حيث عدد الصفقات المنفذة ب ٢٨ صفقة، والأعلى من حيث حجم التداول بمبلغ ١٥,٨٠ مليون ريال.

وخلال العام ٢٠١٠ م أصدرت صكوك لشركة واحدة، وهي « الشركة السعودية الموحدة للكهرباء » وبلغ إجمالي حجم إصدارها ٧,٠ مليار ريال ليصبح إجمالي ما أصدر حتى نهاية ٢٠١٠ م من الصكوك ٢٥,٧ مليار ريال، في حين طرحت صكوك شركتين في العام ٢٠٠٩ م: « الشركة السعودية

الموحدة للكهرباء » بمبلغ إجمالي قدره ٧ مليار ريال و « البنك السعودي الهولندي » بمبلغ إجمالي قدره ٧٢٥ مليون ريال، وبلغ إجمالي حجم تداول الصكوك في عامي ٢٠٠٩ م و ٢٠١٠ م نحو ٤٦ مليون ريال، ووصل عدد الصفقات المنفذة إلى ١٢٥ صفقة، وجاء صك الشركة السعودية الموحدة للكهرباء «كهرباء السعودية ١» الأعلى من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغت ٥٨ صفقة. بقيمة تداول وصلت إلى ٢٢٥,٦ مليون ريال. (١)

خلال عام ٢٠١١ م أصدرت صكوك لشركتين. وهما « الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات » وبلغ إجمالي حجم إصدارها ١,٨ مليار ريال، و « شركة أرامكو توتال العربية للخدمات » وبلغ إجمالي حجم إصدارها ٣,٧ مليار ريال. ليصبح إجمالي ما أصدر من أدوات الدين عام ٢٠١١ م نحو ٥,٥ مليار ريال. ارتفع إجمالي قيمة الصكوك المتداولة عام ٢٠١١ م بنسبة ٣١٧,١ ٪ لتبلغ ١٨٠٩,٢ مليون ريال مقارنة بمبلغ ٤٣٣,٨ مليون ريال عام ٢٠١٠ م. وصل عدد الصفقات المنفذة إلى ٤٩ صفقة عام ٢٠١١ م مقارنة ب ٧٠ صفقة عام ٢٠١٠ م، استحوذت صكوك الشركة السعودية الموحدة للكهرباء

«كهرباء السعودية ٣» على النسبة العليا من قيمة تداولات الصكوك عام ٢٠١١ م،  
تتمثل ٨٠,٢% من إجمالي قيمة تداولات الصكوك عام ٢٠١١ م. (١)

خلال عام ٢٠١٢ م تم استرداد (صكوك سابق ٢) و، صكوك كهرباء السعودية ١» من  
قبل المصدرين وألقي إدراجهما في ١٥ مايو ٢٠١٢ م من سوق الصكوك والسندات، وتراجع  
إجمالي قيمة الصكوك المتداولة عام ٢٠١٢ م بنسبة ٧٥,٢% لتبلغ ٤٦,٠ مليون ريال  
مقارنة بمبلغ ١٨٠٩,٢ مليون ريال عام ٢٠١١ م. كما بلغ عدد الصفقات المنفذة عام  
٢٠١٢ م ٢٠ صفقة مقارنة ب ٤٩ صفقة عام ٢٠١١ م. (٢) خلال عام ٢٠١٢ م وافقت الهيئة  
علي طرح العام لإصدارين من الصكوك خلال عام ٢٠١٣ م بقيمة إجمالية بلغت  
١٢,٠ مليار ريال، كما اكتمل الطرح الخاص ل ٣٧ أداة دين إجمالية بلغت ٤٢,٢ مليار  
ريال خلال عام ٢٠١٣ م مقارنة ب ٢٢,٤ مليار ريال عام ٢٠١٢ م. (٣)

خلال عام ٢٠١٤ م اكتمل الطرح الخاص ل ٣٦ أداة دين إجمالية بلغت ٣٠,٦ مليار  
ريال، مقارنة ب ٤٢,٢ مليار ريال عام ٢٠١٣ م، كما وافقت الهيئة في عام ٢٠١٣ علي طرح  
صكوك الشركة السعودية للكهرباء، وطرحت عام ٢٠١٤ م طرحا عاما بقيمة ٤,٥  
مليار ريال. (٤)

تراجعت طلبات الطرح العام للصكوك وأدوات الدين التي وافقت عليها الهيئة  
وإشعارات الطرح الخاص التي تسلمتها خلال عام ٢٠١٦ م بنسبة ٢٧,٥%، كما أنها كانت  
جميعها إشعارات طرح خاص لصكوك وأدوات دين، وارتفعت قيمة مبالغ الطرح  
الخاص للصكوك وأدوات الدين في عام ٢٠١٦ م بنسبة ٠,٢%، وانخفض إجمالي مبالغ  
طرح الصكوك وأدوات الدين خلال عام ٢٠١٦ م بنسبة ١٥,٥% مقارنة بعام ٢٠١٥ م إلي  
٢١,٤ مليار ريال، ويرجع ذلك إلي عدم تنفيذ أي عملية طرح عام للصكوك وأدوات  
الدين في عام ٢٠١٦ م. (٥)

تراجع عدد طلبات الطرح العام للصكوك وأدوات الدين التي وافقت عليها الهيئة  
وإشعارات الطرح الخاص التي تسلمتها خلال عام ٢٠١٧ م إلي ٤٧ إشعارا، ارتفع إجمالي  
مبالغ الطرح الخاص للصكوك وأدوات الدين خال عام ٢٠١٧ م بنسبة ٢٠٢,٩% مقارنة  
بالعام السابق لتصل إلى ٨٦,٢ مليار ريال. (٦)

١ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١١، ص ٤١-٤٢.

٢ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٢، ص ٤١.

٣ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٣، ص ٤١.

٤ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٤، ص ٤١.

٥ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٥، ص ٤١.

٦ - هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٧، ص ٤١.



## ب\_ أدوات الدين الحكومية في السوق السعودي

يعود تاريخ أدوات الدين العام في المملكة العربية السعودية إلى ثمانينات القرن العشرين عندما بدأت مؤسسة النقد العربي السعودي في إصدار الأوراق المالية لأغراض السياسة النقدية، وبدأت الحكومة عام ١٩٨٨ تصدر أدوات خاصة بها لتمويل العجز في المالية العامة، لكن توقف الإصدار عندما انتهت احتياجات التمويل، ولم تتطور السوق وكانت السيولة متدنية، وربما يرجع أحد أسباب ذلك إلى توقف الإصدار، وفي غياب الأوراق المالية الحكومية، بدأت مؤسسة النقد العربي السعودي في الثمانينات تجربة إصدار حسابات الودائع لإدارة سياستها النقدية على نحو أكثر فعالية. فقد أنشئت المؤسسة في عام ١٩٨٤ حسابات الودائع (BSDAs) البنكية كجزء من إصلاح سوق المال المحلي بهدف إنشاء أداة في سوق المال المحلية لامتناع السيولة الزائدة وتوفير بديل محلي للطروحات الخارجية بين البنوك، وكان الهدف من حسابات الودائع البنكية هو المساعدة في إنشاء سوق مال محلية لامتناع السيولة الزائدة، وتعزيز السيطرة على السياسة النقدية من حيث التأثير على السيولة في النظام وأسعار الفائدة قصيرة الأجل، وتقديم استثمار بديل عن الطروحات الخارجية بين البنوك، وبالتالي التخفيف من المخاطر المرتبطة بتدفقات النقد الأجنبي للخارج، وأسهم استحداث حسابات الودائع البنكية في الحد من تذبذب الفارق بين السعيرين المرجعيين (الليبور (libor) والسيبور (sibor))، وعلى الرغم من أن حسابات الودائع البنكية كانت قابلة للتحويل بحرية بين البنوك، لم يجر أي نشاط في السوق الثانوية. ويعود عدم وجود سوق ثانوية فيما يبدو إلى تصور البنوك بأن هذه الأداة تعتبر بمثابة هامش سيولة وليس منتجاً متاحاً للتداول، وذلك على الرغم من أن تلك الحسابات لم تكن بديلاً للاحتياطات الإلزامية، ولكنها كانت تحسب لأغراض نسب السيولة.<sup>(١)</sup>

وبدأت الحكومة في إصدار سندات التنمية الحكومية لتمويل العجز في أواخر الثمانينات. فقد أدى العجز المتتالي في الميزانية إلى إصدار أولى سندات التنمية الحكومية في عام ١٩٨٨، وشاركت مؤسسة النقد العربي السعودي. باعتبارها الوكيل المالي لوزارة المالية في الاقتراض عن طريق الطرح الخاص من المؤسسات الحكومية المستقلة وبعد ذلك من البنوك المحلية، وطرحت سندات التنمية الحكومية طرحاً

١ - صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية - قضايا مختارة، ٢٠ يونيو ٢٠١٦، ص ٢٠.

عاما للمرة الأولى في يونيو ١٩٨٨، وبعد ذلك وسعت الحكومة المركزية نطاق طرحها ليشمل أذون الخزانة لتحل محل حسابات الودائع البنكية لمؤسسة النقد العربي السعودي في نوفمبر ١٩٩١ ومن ثم تحويل الالتزام من مؤسسة النقد العربي السعودي إلى وزارة المالية، وكان الهدف من تغيير الأداة هو الاستفادة من احتمال توسيع نطاق تطبيق أذون الخزانة بحيث تتوافر للمؤسسات غير المصرفية وفي تمويل العجز، وخلافا لحسابات الودائع البنكية، طرحت أذون الخزانة على المؤسسات المصرفية وغير المصرفية من أجل مساعدتها في إدارة احتياجاتها الاستثمارية قصيرة الأجل، وأدى ذلك إلى زيادة قدرة الحكومة على الاقتراض والسماح بمزيد من المرونة لوزارة المالية في إدارة العمليات المالية العامة الجارية، ونظرا لانكشاف البنوك والمؤسسات غير المصرفية أمام الودائع الخارجية في ذلك الوقت، كانت أذون الخزانة تُعتبر أداة جاذبة لأغراض التنوع وعلاوة على ذلك، كان هناك نمو ملحوظ في الودائع المصرفية في ذلك الوقت، وهو ما كان يُعزى جزئيا إلى غياب أي أداة بديلة قصيرة الأجل.<sup>(١)</sup>

وفي مايو ١٩٩٢، استحدثت مؤسسة النقد العربي السعودي تسهيل إعادة الشراء العكسي في محاولة لوقف تدفق احتياطات النقد الأجنبي للخارج وتشجيع البنوك على الاحتفاظ بأموال سائلة في الجهاز. وفي ذلك الوقت، كانت البنوك تحتفظ بنحو ثلث ودائعها بالدولار الأمريكي لإدارة السيولة وفي الوقت نفسه كانت البنوك على استعداد لتحويل حيازاتها الدولارية إلى استثمارات محلية للحد من انكشافها الكبير أمام مخاطر النقد الأجنبي، وجاء استحداث تسهيل إعادة الشراء العكسي ليوفر للبنوك آلية لتوظيف السيولة الزائدة لديها في السوق المحلية، كذلك ساعد هذا الأمر نشاط الاكتتاب في أذون الخزانة وسندات التنمية الحكومية، وساعدت اتفاقيات إعادة الشراء وإعادة الشراء العكسي على تحقيق استقرار الطلب على الدولار الأمريكي في الجهاز وهيكل سوق المال السعودي بشكل عام.<sup>(٢)</sup>

واستحدثت سندات المرابحة والسندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة للمرة الأولى في يناير ١٩٩٧ لتلبية احتياجات البنوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وساعد ذلك على توسيع نطاق الأدوات المتاحة وتنوع المخاطر السعرية في مواجهة تزايد متطلبات التمويل، وانجذبت البنوك للسندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة؛ لأنها كانت تناسب هيكل ميزانياتها العمومية نظرا لاعتمادها على ودائع

١ - صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، المرجع السابق، ص ٣١.  
٢ - صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، المرجع السابق، ص ٣٢.



العملاء ودورها في تعبئة المدخرات المحلية، فضلا على أن إعادة تحديد سعر القسيمة بشكل متكرر يقلل من مخاطر أسعار الفائدة، وفي حين تعتبر السندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة جاذبة في بيئة تتسم بعائد متزايد من وجهة نظر المستثمر فإنها تسمح لجهة الإصدار بالاستفادة من آجال الاستحقاق الأطول بتكاليف التمويل قصير الأجل.<sup>(١)</sup>

وطرحت سندات المراجعة الحكومية لأول مرة في إبريل ٢٠٠٢ بأجال استحقاق تصل إلى ٢ سنوات، وسندات المراجعة الحكومية والسندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة هي أيضا قابلة لإعادة الشراء مع مؤسسة النقد العربي السعودي، مما يوسع إطار إدارة السيولة في الجهاز، ويمكن أن تشارك البنوك في ترتيبات البيع وإعادة الشراء مع مؤسسة النقد العربي السعودي لزيادة السيولة بما يصل إلى ١٠٠ % حاليا ٩٨ % من حيازاتها الإجمالية الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي، أو وزارة المالية، أو أي دين شبه حكومي مضمون صراحة من الحكومة المركزية، كذلك اعتبرت مؤسسة النقد العربي السعودي هذه الحيازات أصولا مستوفاة للشروط عند حساب نسب السيولة لدى البنوك، وكان لهذه الحيازات أيضا وزن ترجيحي يساوي صفرا في إطار نظام كفاية رأس المال على أساس المخاطر، وفي عام ٢٠٠٥، أنشأت مؤسسة النقد العربي السعودي من جديد ورقة مالية قصيرة الأجل خاصة بها لتزويد البنوك المحلية بأداة قصيرة المدى للاحتفاظ بسيولتها، وقد جاء ذلك نتيجة تعليق وزارة المالية لنشاطها الاقتصاري باستخدام أذون الخزنة، مما حد من قدرة البنوك على إدارة السيولة قصيرة الأجل، ومع ذلك، لم تتطور السوق الثانوية قط على الرغم من أن البنوك كانت قادرة على العمل كصناع سوق فهي تعيد بيع أذون مؤسسة النقد العربي السعودي وسندات التنمية الحكومية إلى المؤسسات الحكومية وشبه الحكومية، وإلى المستثمرين المقيمين وغير المقيمين، وكذلك في سوق التداول بين البنوك. ورغم ذلك، لم تتطور سوق ثانوية قط في سندات التنمية الحكومية على الرغم من جهود الحكومة الترويجية، وتم تخفيف قوانين الضرائب حتى تستطيع البنوك السعودية أن تقتطع حيازاتها من سندات التنمية الحكومية من صافي أصولها قبل حساب "الزكاة"، وهي ضريبة خاصة على الدخل وأصول التداول، كذلك وضعت مؤسسة النقد العربي السعودي إجراءات تحدد وتنظم دور "صانع السوق" للبنوك المحلية عندما تعمل كجهات استثمار أو وكلاء توزيع أو صناع سوق ثانوية وأمناء حفظ

من الباطن أو وكلاء دفع. غير أن البنوك وجدت أنه من الأنسب حيازة أدوات الدين حتى أجل الاستحقاق، وخصوصا عندما استمر منحى العائد في الانحدار، ومن جهة أخرى، سمح للمستثمرين غير المقيمين بالمشاركة من خلال البنوك المحلية، ولكن مشاركتهم ظلت ضئيلة. ويالنظر إلى ما سبق، فإن عدم تطور السوق الثانوية يمكن أن يعزى إلى تصور البنوك أن تمويل العجز سيكون مؤقتا، واحجامها عن تعزيز التداول في السوق الثانوية بسبب تضارب المصالح؛ لأنه يقوض هدفها المتمثل في تعبئة الودائع بدون فوائد مما يفيد في تخفيض تكاليف التمويل المصرفي. وعدم وجود بنوك الاستثمار، وثقافة الشراء والاحتفاظ لدى المؤسسات الحكومية المستقلة، وضيق قاعدة المستثمرين.<sup>(١)</sup>

وفي يونيو ٢٠١٥، عادت وزارة المالية إلى السوق عقب هبوط أسعار النفط، وأصدرت أول عملية اقتراض لها بقيمة ١٥ مليار ريال سعودي في صورة طروحات خاصة، ومنذ ذلك الحين، صدرت سندات التنمية الحكومية والسندات الإذنية ذات سعر الفائدة المعم بأجال استحقاق ٥ و ٧ و ١٠ سنوات، وفي فبراير ٢٠١٦م أصدرت الحكومة أيضا سندات مرابحة طويلة الأجل بأجال استحقاق ٥ و ٧ و ١٠ سنوات، ويصل أجل سوق الودائع بين البنوك إلى سنة واحدة بحد أقصى وتتحدد أسعار الفائدة وفق آليات السوق.<sup>(٢)</sup>

ونجحت الحكومة في الوصول إلى أسواق التمويل الدولية مرتين في عام ٢٠١٦ المرة الأولى من خلال قرض مشترك في إبريل قيمته ١٠ مليارات دولار (ثم من خلال أول طرح من السندات السيادية بقيمة ١٧,٥ مليار دولار في أكتوبر تكون من ثلاث شرائح ذات آجال استحقاق ٥ سنوات و ١٠ سنوات و ٣٠ سنة) بمبالغ ٥,٥ مليار دولار، و ٥,٥ مليار دولار، و ٦,٥ مليار دولار.، على التوالي، وكان هذا الطرح هو الأكبر من نوعه حتى الآن على مستوى الأسواق الصاعدة، وكانت فروق العائد على الشرائح الثلاثة أقل بكثير من المقياس المرجعي البالغ ٢٠٠ نقطة أساس للمخاطر المنخفضة في الأسواق الصاعدة والمستخدم في تحليل استمرارية القدرة على تحمل الديون في البلدان القادرة على النفاذ إلى الأسواق. كذلك أصدرت الحكومة في إبريل ٢٠١٧ صكوكا قيمتها ٩ مليارات دولار مقسمة إلى شريحتين بأجلي استحقاق ٥ سنوات و ١٠ سنوات قيمة كل منهما ٤,٥ مليار دولار).<sup>(٣)</sup>

١ - صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، المرجع السابق، ص ٣٣-٣٤.

٢ - صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية، المرجع السابق، ص ٣٤.

٣ - صندوق النقد الدولي، المملكة العربية السعودية - قضايا مختارة، ٣٠ يونيو ٢٠١٧، ص ٨.



وبصفة عامة فإن سوق الصكوك والسندات السعودية المتداولة محليا، يمكن القول أنها تتسم بالضعف الشديد، فمنذ إنشائها في عام ٢٠٠٩م تداولت خلال هذا العام نحو ٢٧ مليون ريال من خلال ٥٥ صفقة، ثم ٧٠ صفقة بقيمة ٤٣٤ مليون ريال عام ٢٠١٠م، و٤٩ صفقة بقيمة ١٠٨ مليون ريال عام ٢٠١١م، وفي عام ٢٠١٢م تم تنفيذ ٦ صفقات بقيمة ١٦٦ مليون ريال، وتم تنفيذ تسع صفقات بقيمة ٥٢٢ مليون ريال عام ٢٠١٤م، وفي عام ٢٠١٥م تم تنفيذ سبع صفقات بقيمة ١٠٨ مليون ريال، ومنذ بداية عام ٢٠١٦م وحتى ٢٩ يناير ٢٠١٧م تم تنفيذ ٤ صفقات فقط، وتراجع مؤشر السوق منذ نشأته في ٢٠٠٩م وحتى ٩ فبراير ٢٠١٧م بنسبة ١,١% بما يعادل ١١ نقطة. حيث كان ١٠٠٠ نقطة عند نشأة السوق وبلغ في ٩ فبراير ٢٠١٧م ٩٨٩,٢ نقطة، وتشير وحدة التقارير الاقتصادية في « الاقتصادية » أن تداولات سوق الصكوك منذ نشأتها في ٢٠٠٩م وخلال ثماني سنوات حتي ٩ فبراير ٢٠١٧م تعادل فقط ٥٦% من السيولة المتداولة في سوق الأسهم السعودية في جلسة الخميس ٩ فبراير ٢٠١٧م والبالغة ٦,٩٧ مليار ريال، حيث سجلت تداولات سوق الصكوك والسندات المتداولة في السعودية منذ نشأتها وحتى ٩ فبراير ٢٠١٧م نحو ٣,٩ مليار ريال، منها ٤٥٠ مليون ريال منذ مطلع ٢٠١٦م وحتى ٩ فبراير ٢٠١٧م. (١)

ووافقت شركة السوق المالية السعودية «تداول» علي إدراج أدوات الدين الحكومية في السوق المالية السعودية ضمن خطط تطوير سوق الصكوك والسندات ابتداء من يوم الأحد ٢٢ / ٧ / ٢٠١٤ الموافق ٨ / ٤ / ٢٠١٨م وتم إدراج وتداول أدوات الدين الصادرة من حكومة المملكة العربية السعودية بعدد ٤٥ إصدارا رئيسيا وثانويا في السوق المالية بقيمة ٢٠٤ مليارات و٣٨٥ مليون ريال سعودي. (٢)

١ - مقال بجريدة الاقتصادية بتاريخ ١٠ فبراير ٢٠١٧م.  
٢ - موقع شركة السوق المالية السعودية "تداول".

## المبحث الثالث

### المشتقات المالية

يتم تناول موضوع المشتقات المالية من خلال بيان مفهومها وأنواعها، ثم بيان دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، ثم نتعرض بعد ذلك لمخاطر المشتقات المالية ودورها في حدوث الأزمات المالية، وتتناول وجود تلك الأداة في السوق المصري بعد النص علي إنشاء بورصات العقود الأجلة والتي شملت التعديلات الأخيرة لقانون سوق رأس المال، وختاماً نتعرض لتطلعات سوق المال السعودية لوجود تلك الأداة في السوق السعودي وذلك علي النحو التالي:

#### أولاً: مفهوم وأنواع المشتقات المالية

تعتبر المشتقات من أهم أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية العالمية، ويعتبر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار أن المشتقات المالية من أفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن، وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلب في تلك الأسعار<sup>(١)</sup> وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية العينية محل التعاقد ( مثل الأسهم والسندات والعملات والذهب.. الخ ) بهدف التحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار تلك الأصول<sup>(٢)</sup>.

وتنقسم المشتقات المالية إلى عدة أنواع على النحو التالي:-

#### ١-١- الخيارات

عقد الخيار هو ذلك العقد الذي يعطى لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري أصلاً معيناً، كالأسم، وغيرها، بسعر يسمى سعر التنفيذ يحدد وقت التعاقد، وفي تاريخ محدد ( ويسمى الخيار الأوروبي )، أو خلال فترة محددة ( ويسمى الخيار الأمريكي )، وذلك مقابل أن يقوم مشتري حق الخيار بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الآخر البائع )

١ - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإيداع في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق مارس ٢٠٠٢ ص ٦٤.

٢ - البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المجلة الاقتصادية العدد (٤) المجلد (٢٥) ١٩٩٥/٩٤٠ ص ٩٩-١١٠.



المحرر) لقاء التزامه بالتنفيذ في حالة ما إذا رأى المشتري ممارسة حق الخيار<sup>(١)</sup>، ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش لدى بيت السمسرة الذي يتم التعامل معه في حالة عدم الحيازة الفعلية للأصل محل التعاقد. أو في حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة. وقد ازداد التعامل يقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أصبحت تزيد في اليوم الواحد عن مليون عقد بقيمة تبلغ مئات المليارات من الدولارات. ولم ينتشر التعامل بالخيارات خارج الولايات المتحدة الأمريكية إلا في ثمانينات القرن العشرين حتى أصبحت تتداول الآن في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم<sup>(٢)</sup>.

### ١-٢- العقود الآجلة

يعرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل بأنه «العقد الذي بمقتضاه يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه»<sup>(٣)</sup>، ولا تعتبر تلك العقود عقوداً مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين، وتعتبر عقوداً شخصية يتفاوض طرفاها على شروطها وفقاً لظروفهما، وبالتالي فهي لا تتداول في البورصة، ولا يوجد لها سوق ثانوي<sup>(٤)</sup>، وتستخدم البنوك العقود الآجلة في العديد من العمليات منها عمليات بيع وشراء العملة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك<sup>(٥)</sup>.

### ١-٣- العقود المستقبلية

تعتبر العقود المستقبلية عقوداً آجلة لكنها قابلة للتداول في البورصة، وتعطى لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني محدد مسبقاً. على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. ويلزم كل طرف من أطراف العقد بإيداع نسبة لدى بيت السمسرة في شكل عقود أو أوراق مالية بهدف الحماية من مخاطر التغير في حالات عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته<sup>(٦)</sup>.

- ١ - راجع في ذلك - حسين عبد المطلب الأسرج، المرجع السابق ص ٦٧.
- د. منير هندی، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص ٣٨-٦٨.
- بنك مصر، المشتقات المالية كأدوات حديثة في أسواق المال العالمية أوراق بنك مصر البحثية، العدد (٢) القاهرة ١٩٩٨ ص ١٨-٢٤.
- ٢ - بلعزوزين علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث العدد ٧/ ٢٠٠٩ ص ٣٣٩.
- ٣ - د. سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى عام ٢٠٠٥ ص ٢٠٧.
- ٤ - البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سابق ص ١٠٠-١٠١.
- ٥ - بلحسن فيصل، عبوهدة، مخاطر المشتقات المالية، جامعة حسينية بن بو علي، ص ٢٠٠ متاح على شبكة المعلومات الدولية.
- ٦ - البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سابق ص ١٠١.
- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار، رسالة ماجستير كلية التجارة - جامعة الزقازيق، مارس عام ٢٠٠٢، ص ٦٧، ٦٨.

ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن، والسكر، والقطن، والنفط. والمعادن الثمينة من الذهب، والفضة، أو مالية: كالأسهم، والسندات، والودائع، والعملات الأجنبية، كما يمكن أن تنصب على مؤشرات السوق.<sup>(١)</sup> وتعتبر المتقلبات عقوداً ليست نمطية. وإنما يتم الإنفاق عليها وفقاً لكل صفقة على حدة، ويتم الاتفاق على سعر العقد المعنى من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، كما أنه يمكن تحويل العقد من طرف لآخر، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد.<sup>(٢)</sup>

### ١-٤- عقود المبادلات

وهي عبارة عن التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو موجود معين مقابل تدفق نقدي، أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.<sup>(٣)</sup> وتشتمل المبادلات على عدة أنواع منها مبادلات العملات وأسعار الفائدة والسلع ومبادلات الضرائب والمبادلات الخيارية والمستقبلية، ورغم ممارسة صانعي السوق لأنواع مختلفة من المبادلات، إلا أن العمليات الخاصة بمعدل العائد والعملات تمثل أهم أنواع تلك العمليات.<sup>(٤)</sup>

### ثانياً: دور المشتقات في تفعيل سوق الأوراق المالية

تتمتع المشتقات المالية بالعديد من المميزات كونها أداة تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، كما أنها تستخدم للمضاربة والتحوط، وهو ما جعلها أداة جذب للمستثمرين والمتعاملين، وهو ما يعزز بدوره نمو الأسواق المالية، وتتناول توضيح ذلك على النحو التالي:<sup>(٥)</sup>

- ١ - راجع في ذلك: نورين بومدين، مداني أحمد، دور راس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بوعلى، ص ٤.
- ٢ - بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث العدد ٧ / ٢٠٠٩، ص ٣٣٩.
- ٣ - نورين بومدين، مداني أحمد، دور راس المال الفكري في إصدار سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، مرجع سابق ص ٤.
- ٤ - راجع في ذلك: البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سابق ص ١٠٢-١٠٥.
- ٥ - نورين بومدين، مداني أحمد، دور راس المال الفكري في إصدار سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، مرجع سابق ص ٤.
- ٦ - بلعزوز بن علي، مخاطر المشتقات المالية، مرجع سابق ص ٨٠٧.
- ٧ - منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الأولى ص ١٨ - ٢٢.
- ٨ - نورين بومدين، مداني أحمد، دور راس المال الفكري في إصدار سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، مرجع سابق ص ٥.
- ٩ - محمود فهد مهيدي، المضاربات الوهمية، السوقية، ودورها في الأزمة المالية، عقود الخيارات، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي، عمان الأردن ٢٥-٢٦ ذو الحجة ١٤٢٦هـ / ٢٠١٤ كانون الأول / ديسمبر ٢٠١٠ ص ٤-٨.



تعتبر عقود المشتقات المالية أداة جيدة للتغطية ضد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين؛ مثل مخاطر التقلب في أسعار الأوراق المالية، والعملات، والسلع، وأسعار الفائدة من خلال نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، أيضاً تعتبر المشتقات أداة لاستكشاف السعر المتوقع في البورصة الحاضرة، حيث تزود المتعاملين بمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في البورصة الحاضرة في تاريخ التسليم، ويتميز التعامل في بورصات المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات، وهذا الانخفاض له أثره على سيولة البورصة، حيث تصبح البورصة أكثر كفاءة مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل، وأيضاً يسهم التعامل بعقود المشتقات المالية في تنشيط بورصة الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، كما أن انخفاض التكلفة يتيح للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً، وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية، وتتبع المشتقات فرصاً استثمارية للمضاربين، حيث يدخل المضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش، أو الرفع المالي؛ إذ أنه يكفي أن يدفع المضارب في تلك العقود سواء كان مشترياً، أو بائعاً قيمة الهامش المطلوب، وفي عقود الخيارات المالية يكفي أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار.

وتتمتع المشتقات بالمرونة والسيولة الجيدة التي تجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، حيث إنه يمكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة في ظلها يتحقق للمستثمر مستوىات فريدة من العائد، والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة.

### ثالثاً: مخاطر المشتقات المالية ودورها في حدوث الأزمات المالية (١)

لا خلاف بين القائمين على عالم المال أن المشتقات مبادلات صفرية؛ إلا أنهم يرون أنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد، فإنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها

١ - راجع في ذلك -

عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي - مؤتمر كلية العلوم الادارية الدولي الرابع بعنوان اتجاهات عالمية، أزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت في الفترة من ١٥-١٦ ديسمبر ٢٠١٠ ص ١٤-١٦.  
- / / محسن سميرة، وسحتون محمود، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة فرحات عباس الجزائر أيام ٢٠، ٢١ أكتوبر عام ٢٠٠٩ ص ٧.

ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد عموماً؛ حيث إنها أدت لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات، والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية، وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية، ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي، وينتفع جميع الأطراف، وخلاصة ذلك أن المشتقات أداة للتحوط، وتقي المؤسسات، وتجنبها المخاطر، إلا أن هذا الدور لا يمكن أن تقوم به المشتقات إلا إذا كانت تسير جنباً إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج، غير أن الواقع يبين أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد من النشاط الحقيقي حيث قدرت قيمة المشتقات المالية بنحو ٧٦٧ تريليون دولار، وذلك في عام ٢٠٠٩ في حين أن الناتج العالمي لم يتجاوز ٦٥ تريليون دولار خلال هذا العام<sup>(١)</sup>، وهو نمو غير مشهود في أي قطاع عن قطاعات الاقتصاد الأخرى، وذلك نتيجة عدم ارتباط المشتقات بالنشاط الحقيقي بل يقتصر دورها على تبادل المخاطر، والذي لا تخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج حيث تشير الإحصاءات إلى أن أكثر من ٩٧% من إجمالي عقود المشتقات تستخدم بغرض المجازفة بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من ٣%، وهو ما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي ابتداءً، ومرة عند انهيار السوق، وانفجار فقاعة المجازفات غير المسئولة، وضياع الثروة تبعاً لذلك، وهو ما يعتبر المشتقات سبباً رئيسياً في الأزمات، والانهيارات المالية، حيث إنه ومع التضخم الهائل لحجم سوق المشتقات فإن أي انهيار سيكون تهديداً مباشراً للاقتصاد بأكمله، وهذا ما يجعل الحكومات والبنوك المركزية تتدخل لمنع وقوع هذه الانهيارات، ويعتبر هذا التدخل مصدراً أساسياً لربحية المجازفين.

### خامساً: المشتقات المالية في السوق المصري

وافق مجلس النواب بتاريخ ١٢ فبراير ٢٠١٨ م، على تعديلات مشروع قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م، وصدر القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ بتلك التعديلات الواردة علي قانون سوق رأس المال سالف الذكر ليرد في الباب الثاني مكرراً في المواد ٢٦ مكرراً وحتى ٢٦ مكرراً من القانون آلية «بورصة العقود الآجلة» وإجراءاتها المنظمة،

١ - د. جمال أمين الوصال، الأزمة المالية العالمية هل كانت حتمية، مجلة المعاصرة، العدد ٥١٠ أبريل عام ٢٠١٢ ص ٢٥٥.



موضحاً أن رأس مالها لا يقل عن ٢٠ مليون جنيه، ومن الممكن أن تقوم البورصة المصرية بإنشاء بورصة عقود، مع وجود أحقية لبنوك الاستثمار العاملة في السوق المحلية بإنشاء بورصة قائمة بذاتها، وتتولى شركات السمسرة والوساطة في الأوراق المالية، تنفيذ العمليات بشرط ألا يقل رأسمالها المصدر والمدفوع عن ١٠ ملايين جنيه، مع أحقية التعامل في العقود لحسابها بشرط الإفصاح لبورصة العقود والهيئة عن كل التعاملات التي تمت لحسابها أو لحساب العاملين بها.

ومن المزمع أن يتم إطلاق أول بورصة للمشتقات المالية في السوق المصري قبل نهاية العام ٢٠١٨م. مع قصر التداول على الأوراق المالية المقيدة.

وترى الدراسة أن وجود آلية جديدة في السوق المحلية. مثل «بورصة العقود الآجلة» سيعمل على جذب مزيد من السيولة بشرط تنفيذ الآلية بشكل صحيح، وتوافر الرغبة لدى المتعاملين، ونوعية السلع التي سيتم التعامل عليها.

#### سادساً: المشتقات المالية في السوق السعودي

أعلنت شركة السوق المالية السعودية «تداول» عن خططها لإطلاق سوق المشتقات المالية خلال النصف الأول من عام ٢٠١٩ وذلك بإطلاق «عقود المؤشرات المتداولة المستقبلية» والتي ستعتمد على مؤشر تداول إم إس سي أي والذي أعلن عن إطلاقه وسيتم إطلاق المؤشر في الربع الرابع من العام ٢٠١٨م، ويعتبر إطلاق المشتقات المالية هو أحد مبادرات برنامج تطوير القطاع المالي ضمن رؤية المملكة ٢٠٣٠ والتي تهدف إلى تطوير فرص جديدة للمستثمرين وزيادة مشاركة المستثمرين المؤسسين في السوق المالية السعودية»<sup>(١)</sup>.

## النتائج والتوصيات

## أولاً: النتائج

- اتخذت سوق الأسهم في كل من مصر والمملكة العربية السعودية اتجاهها صعودياً بصورة مستمرة باستثناء فترات الأزمات. أيضاً فإن أداء صناديق الاستثمار في كلا البلدين كان في تطور مستمر باستثناء فترات الأزمات مثل الأزمة المالية العالمية، وأزمة الديون السيادية في اليونان، وأحداث الثورة المصرية بالنسبة لسوق المصري.

- اتخذت وثائق صناديق المؤشرات في مصر اتجاهها صعودياً باستثناء فترات الأزمات مثل أحداث الأزمة المالية العالمية وأحداث الثورة المصرية، وفي المملكة العربية السعودية نجد أنه منذ ظهور تلك الأداة في السوق السعودي وهناك تراجع مستمر في قيم أصولها.

- تطور أداء شهادات الإيداع الدولية المصرية منذ ظهورها وحتى عام ٢٠٠٦م والتي شهدت انخفاضاً خلاله وبدأت في التعافي خلال عام ٢٠٠٧م إلى أن جاءت الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ فانخفض أداء تلك الشهادات بصورة كبيرة، وكانت من العوامل التي أدت إلى انتقال الأزمة إلى السوق المصري، بعد ذلك تباين أداء تلك الشهادات بين الارتفاع والانخفاض، أما في المملكة العربية السعودية فلم تظهر تلك الأداة حتى الآن فقد قرر مجلس إدارة هيئة السوق المالية السعودية. نشر مشروع تعليمات إصدار شهادات الإيداع خارج المملكة مقابل أسهم مصدرة في المملكة («مشروع التعليمات») لاستطلاع مرئيات العموم حياله، وذلك لمدة ٣٠ يوماً تقويمياً تنتهي في ٢٥ سبتمبر ٢٠١٨م. ومن المرتقب ظهورها.

- اتخذت الإصدارات من السندات الحكومية في مصر اتجاهها صعودياً بصورة مستمره بسبب تفاقم عجز الموازنة سنة بعد أخرى، وبدأت تتنامي تلك الإصدارات في المملكة العربية السعودية في الفترة الأخيرة، فبعد أن كانت مؤسسة النقد العربي السعودي تقوم بإصدار تلك الأدوات لأهداف السياسة النقدية. أصبح يتم إصدارها بهدف تغطية عجز الموازنة الذي بدأ يظهر بصورة جلية مؤخراً. أما سندات الشركات فهي الأكثر حداثة فلم يكن مسموحاً في مصر قبل صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م أن يتم إصدار أدوات دين بفائدة تزيد عن ٧٪. وهو ما كان يمثل عقبة في تطوير تلك السوق؛ لأن الفائدة البنكية كانت أعلى من ذلك إلا أن الإصدارات بدأت بعد ذلك



وكانت في تنامي مستمر ، وفي المملكة العربية السعودية تم إنشاء سوق السندات والصكوك في عام ٢٠٠٩م، غير أنه بمقارنة السندات الحكومية بسندات الشركات سواء في مصر أو المملكة العربية السعودية يتبين الضعف الشديد الذي يعتري حجم الإصدارات والتداول لسندات الشركات مقابل السندات الحكومية، على الرغم من ظهور آلية توريق الحقوق المالية في مصر عام ٢٠٠٦م بعد صدور القانون رقم ٤٢ لسنة ٢٠٠٤م وتوالي الإصدارات من سندات التوريق، غير أن هذه الآلية لم تظهر بعد في السوق السعودي .

- بمقارنة رأس المال السوقي وأحجام التداول بالنسبة لسوق الأسهم وسوق السندات في كل من مصر والمملكة العربية السعودية يتبين أن سوق الأسهم تستحوذ على النسبة الأكبر من رأس المال السوقي وقيمة وحجم التعاملات، وهو ما ينافي الوضع في الأسواق العالمية.

- أجرت مصر تعديلات على قانون سوق رأس المال، وضعت من خلالها آلية وجود بورصة للعقود الآجلة والأحكام المنظمة لها، وتم الإفصاح عن إمكانية وجودها قبل نهاية العام الحالي، أيضا أفصحت المملكة العربية السعودية عن رغبتها في إنشاء تلك البورصات مؤخرا إلا أنها لم توفر الإطار التشريعي ولم تضع الأحكام المنظمة لإنشائها حتى الآن.

## ثانياً: التوصيات

-الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة، فقد تبين أن الشركات التي تقوم بتطبيق قواعد الحوكمة تتمتع أسهمها بأداء مالي وأداء سوقي جيد حتي في ظل الظروف الصعبة ، وهو ما ظهر جليا في أثناء أحداث الثورة المصرية، لذا فإن الضمانة لتطور أداء الأسهم بصورة مستمرة حتي في ظل الظروف الصعبة هو الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة.

-ضرورة استحداث المملكة العربية السعودية أدوات وآليات جديدة بات وجودها في السوق السعودي ضرورة في عالم اليوم، مثل شهادات الإيداع الدولية وما يمكن أن توفره لشركاتها من مزايا في أسواق المال الدولية، أيضا استحداث آليات مثل آلية التوريق وما يمكن أن تسهم به في تنشيط سوق السندات لما تتمتع به من سيولة عالية، وما يمكن أن تقوم به من تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنوع العروض من المنتجات المالية وهو ما يسهم في تنمية هذه السوق.

-العمل على تشجيع الشركات على إصدار المزيد من الصكوك ربما من خلال تخفيف شروط إصدارها أو تجزئتها تلك الصكوك بحيث تكون في متناول عموم المستثمرين، مع تنمية الوعي فيما يتعلق بالصكوك ، وينطبق ذلك على المملكة العربية السعودية التي قامت بإصدار الصكوك الإسلامية منذ عام ٢٠٠٩م ، وكذلك مصر التي ضمنت التعديلات الأخيرة لقانون سوق رأس المال أدوات جديدة وهي الصكوك الإسلامية، ومن المرتقب أن تسهم تلك الأداة في تطوير سوق السندات في مصر وتوفير أداة مهمة تجذب قطاع مهم من الممولين.

-ضرورة أن تضع مصر الضوابط الكفيلة بأن تحقق بورصة العقود الأجلة المزمع إنشاؤها الهدف من إنشائها بأن تكون أداة للتحوط وليست أداة للمجازفة، حيث تشير الإحصاءات إلى أن أكثر من ٩٧% من إجمالي عقود المشتقات تستخدم بغرض المجازفة بينما تقتصر أغراض التحوط علي أقل من ٣%، ولا شك أن هذا يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين : مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي ابتداء، ومرة عند انهيار الأسواق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعا لذلك، وينطبق ذلك أيضا علي المملكة العربية السعودية ؛ إذ يجب عليها أن تراعي ذلك إذا قامت بإنشاء هذا النوع من البورصات.



## المراجع

### أولاً: المراجع العربية:-

#### المؤلفات عامة:-

- ١- حسن محمد الفطافطه، «صناديق الاستثمار في الدول العربية- نشأتها، تطورها، خصائصها»، الفطافطه للدعاية والإعلان. عمان. الأردن. ٢٠٠١م.
- ٢- د. سمير رضوان، «المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها»، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، ط١- دار النشر للجامعات - مصر - عام ٢٠٠٥م.
- ٣- د. عبد الهادي محمد مقبل، «في بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال»، ط٢ دار النهضة العربية. القاهرة. ٢٠٠٩م.
- ٤- د. محمد حلمي عبد التواب، «البورصة المصرية والبورصات العالمية - آلية عملها - الرقابة عليها - الربط بين البورصات»، الناشر المؤلف - د. ت.
- ٥- د. منير هندي، «أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال»، المكتب العربي الحديث - الإسكندرية عام ١٩٩٩م.
- ٦- د. منير ابراهيم هندي، «الأوراق المالية وأسواق رأس المال»، منشأة المعارف، الإسكندرية - عام ١٩٩٢م.

### الرسائل العلمية:-

١. أحمد حامد عطيه: « تطوير أداء الدين العام المحلى وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري » رسالة ماجستير- كلية التجارة- جامعة الزقازيق، عام ٢٠٠٦م.
٢. إسلام محمد شاهين: « تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها » رسالة دكتوراه- كلية الحقوق- جامعة حلوان، عام ٢٠٠٩م.
٣. إسماعيل عبد العال السيد: « الأدوات والسياسات المستحدثة في سوق الأوراق المالية » رسالة دكتوراه- كلية الحقوق- جامعة القاهرة، عام ٢٠٠٨م.
٤. جيهان كامل محمد: « الأزمات الاقتصادية في أسواق المال الدولية ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية » رسالة ماجستير- كلية التجارة- جامعة عين شمس، عام ٢٠٠٠م.
٥. حسين عبد المطلب الأسرج: « دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار » رسالة ماجستير- كلية التجارة- جامعة الزقازيق، مارس عام ٢٠٠٢م.
٦. سامح حمدان عوض: « دور سوق الأوراق المالية في تمويل استثمارات الشركات المساهمة في مصر » رسالة ماجستير- كلية الاقتصاد والعلوم السياسية- جامعة القاهرة، عام ٢٠٠٧م.
٧. عمر عيو: « الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار- دراسة تجارب دولية » رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بو علي، ٢٠١٥-٢٠١٦م.
٨. هاله سعيد أحمد الوكيل: « السياسات الاقتصادية تجاه سوق الأوراق المالية في مصر وتأثيرها على الاقتصاد القومي » رسالة ماجستير- كلية التجارة جامعة عين شمس، عام ٢٠٠٥م.

### ج- الأبحاث والمجالات العلمية والمؤتمرات:-

١. البنك المركزي المصري: « أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية »، المجلة الاقتصادية العدد ( ٤ ) المجلد ( ٢٥ ) عام ١٩٩٤ / ١٩٩٥م.
٢. الجمعية المصرية للأوراق المالية- مقدمة عن الأسواق المالية في مصر.
٣. بلحسن فيصل، عبو هده: « مخاطر المشتقات المالية » جامعة حسيبة بن بو علي، دت « متاح على شبكة المعلومات الدولية.
٤. بلعزوز بن علي، « استراتيجيات إدارة المخاطر في المعلومات المالية » مجلة الباحث- العدد ٧ عام ٢٠٠٩ / ٢٠١٠م.
٥. بنك مصر: « المشتقات المالية كأدوات حديثة في أسواق المال العالمية أوراق بنك مصر البحثية » العدد ( ٢ )- القاهرة عام ١٩٩٨م.
٦. عبد الكريم أحمد قندوز: « الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي » مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع بعنوان اتجاهات عالمية « الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي- جامعة الكويت في الفترة من ١٥- ١٦ ديسمبر عام ٢٠١٠م.



٧. د. كمال أمين الوصال، « الأزمة المالية العالمية هل كانت حتمية » مجلة مصر المعاصرة - العدد ٥١٠ أبريل عام ٢٠١٣ م.
٨. أ. محسن سميرة، د. سحنون محمود، « مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات » الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير - جامعة فرحات عباس - الجزائر في ٢٠ - ٢١ أكتوبر عام ٢٠٠٩ م.
٩. د. محمود فهد مهيدات، « المضاربات الوهمية » السوقية، ودورها في الأزمة المالية، « عقود الخيارات » المؤتمر العلمي الأول حول « الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي » عمان الأردن ٢٥ - ٢٦ ذو الحجة ١٤٣١ هـ / ٢٠١١ كانون الأول / ديسمبر عام ٢٠١٠ م.
١٠. نورين بومدين، مداني أحمد، « دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة » الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية - جامعة حسيبه بن بو علي، دت.

#### د - أهم التقارير الدورية، والمواقع علي شبكة المعلومات الدولية:-

١. البنك المركزي المصري، التقرير السنوي بأعداد مختلفة.
٢. البورصة المصرية، التقرير السنوي بأعداد مختلفة.
٣. البورصة المصرية، الكتاب السنوي بأعداد مختلفة.
٤. السوق المالية السعودية (تداول) - التقرير الإحصائي، أعداد مختلفة.
٥. الهيئة العامة للرقابة المالية، التقرير السنوي بأعداد مختلفة.
٦. بنك مصر، التقرير السنوي بأعداد مختلفة.
٧. صندوق النقد الدولي، الملكة العربية السعودية، قضايا مختارة، أعداد مختلفة.
٨. مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.
٩. هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.
١٠. موقع البنك المركزي المصري.
١١. موقع البورصة المصرية.
١٢. موقع الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية.
١٣. موقع شركة مصر للمقاصة، والإيداع، والقيود المركزي.

١٤. موقع شركة مصر لنشر المعلومات.
١٥. موقع وزارة الاستثمار المصرية.
١٦. موقع وزارة المالية المصرية.
٧١. موقع هيئة السوق المالية السعودية تداول.

### ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Comptroller,s hand book, “ asset securitization “ comptroller of the currency administrator of national bank, nov. 1997.
2. timothy C. leixner, ESQ, securitization of finance assets. Holland&kinght llp, 2006–2007.



## Study of investment instruments in the Egyptian and Saudi stock markets

**Dr. Mohamed El Sayed Youssef Ahmed Amar**

Assistant Professor, Shakra University, Saudi Arabia

### **Abstract:**

The increase in the size, activity and efficiency of the stock market depends heavily on the instruments available for investment in this market, which have the ability to accumulate savings and direct them to invest in these instruments. Hence, the investment tools available in the stock market are among the most important determinants of the efficiency of the stock market and the stock market. In order to provide the market with financial products that meet investors' needs, the study examines the tools available for investment in both the Egyptian and Saudi stock markets to study and analyze.

**Keywords:** (Stock Market - Stocks - Bonds - International Depository Certificates – Derivatives).