



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي آفلو

معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية  
قسم العلوم الاقتصادية والمحاسبة والمالية

مطبوعة محكمة في مقياس:

## الأسواق المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس

شعبة علوم اقتصادية

تخصص اقتصاد نفدي وبنكي

إعداد الدكتور: نور الدين عبدالقادر

أستاذ محاضر

السنة الجامعية : 2020-2021

## الفهرس

02.....	قائمة المحتويات .....
03.....	قائمة الجداول والأشكال .....
04.....	مقدمة .....
06.....	<b>الفصل الأول: ماهية الأسواق المالية.....</b>
08.....	I. مفهوم الأسواق المالية.....
12.....	II. أنواع الأسواق المالية.....
18.....	III. كفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها.....
23.....	<b>الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.....</b>
25.....	I. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.....
40.....	II. الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد .....
43.....	<b>الفصل الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية.....</b>
45.....	I. المعاملات العاجلة والآجلة.....
49.....	II. العقود المستقبلية.....
55.....	III. عقود الخيارات.....
63.....	IV. عقود المبادلات.....
80.....	<b>الفصل الرابع: عمليات البورصة.....</b>
82.....	I. شروط إقامة بورصة فعالة.....
84.....	II. وظائف البورصة بالنسبة للاقتصاد الكلي والجزئي .....
86.....	III. الميكانيكي للبورصة وكيفية عملها.....
94.....	IV. قواعد وإجراءات التعامل في البورصة .....
105.....	V. نظرة على بورصة الجزائر؛ وكيفية تنظيمها وسيرها .....
122.....	<b>الفصل الخامس: الأسواق المالية الإسلامية.....</b>
124.....	I. ماهية الأسواق المالية الإسلامية.....
128.....	II. الأسس والمبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية .....
135.....	III. أهم أدوات السوق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية .....
145.....	IV. شروط إقامة سوق مالية إسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية ومؤشرات كفاءتها.....
153.....	الخاتمة.....
154.....	قائمة المراجع والمصادر.....

**قائمة الجداول والأشكال****1. قائمة الجداول:**

الصفحة	رقم وعنوان الجدول
51	(01-03): التدفق النقدي على العقود المستقبلية.
68	(02-03): الميزانية العامة للبنك التجاري والصناعي.
69	(03-03): الميزانية العامة لبنك التوفير.
72	(04-03): أسعار الفائدة المعروضة في المثال.

**2. قائمة الأشكال البيانية:**

الصفحة	رقم وعنوان الشكل البياني
17	(01-01): مكونات السوق المالي.
45	(01-03): العقود الفورية أو العاجلة.
48	(02-03): العقود الآجلة.
52	(03-03): العقود المستقبلية.
69	(04-03): صفقة عقد المبادلة.
70	(05-03): مبادلة السعر الثابت بالسعر المتغير.
72	(06-03): مقايضة العملات باستخدام المزایا النسبية.
73	(07-03): مقايضة العملات بالاعتماد على الوسيط.
75	(08-03): آلية مبادلة التحالف عن سداد الائتمان.
78	(09-03): آلية مبادلة عوائد الأسهم مقابل معدل متغير.
90	(01-04): الهيكل التنظيمي للبورصة.
97	(02-04): من وجهة نظر المستثمر، يمكن شراء وبيع كمية معينة بسعر معين.
104	(03-04): إجراءات تنفيذ الأوامر.
106	(04-04): الميكل التنظيمي لبورصة الجزائر.
118	(05-04): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم.
119	(06-04): مسار حصة التداول في بورصة الجزائر.
121	(07-04): عملية اقتناص و/أو بيع السندات في البورصة.
132	(01-05): أنواع الخطأ في المبادلات.

**مقدمة:** أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعمها قوية من دعماته، لما تقوم به هذه الأسواق من دور واضح في دعم عملية النمو والتطور الاقتصادي. وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية إثر حدوث تطورات مهمة على المستوى العالمي، فقد وصل التطور العلمي والتكنولوجي مستوى متقدماً في ميادين الاتصالات المتعددة، وكان حصاد ذلك ارتباط دول العالم مع بعضها البعض بشبكة واسعة من العلاقات المالية والتجارية.

ولتبسيط مقياس الأسواق المالية للطلبة والمتخصصين في مجال التمويل؛ وتحقيق الاستفادة الجيدة فقد تم تقديم مواضيع هذا المقرر بمعاهدي بسيطة، وتم الاعتماد على عرض المعلومات من خلال تقديم بعض الأمثلة والأشكال التوضيحية، كما تم التقيد بالجوانب الشكلية والمنهجية المتعارف عليها من حيث التوثيق باستخدام الموساش وقائمة الأشكال، والمحافظة على التسلسل والترابط بين الفصول ومباحثها، كما تم دراسة بورصة القيم المنقولة؛ للتعرف أكثر على واقع السوق المالي في الجزائر.

بعد الانتهاء من دراسة هذا المقرر (**الأسواق المالية**) يتوقع أن يكون الطالب قادرًا على اكتساب ما يلي:

#### ✓ الأهداف العامة:

1. التعرف على مفهوم الأسواق المالية، أنواعها الرئيسية ووظائفها (قدرة الطالب على: تمييز المعلومات).
2. التفريق بين الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال وفي سوق النقد(قدرة الطالب على: الفهم والمقارنة).
3. التمكن من اشتغال مختلف المعاملات في الأسواق المالية(قدرة الطالب على: الاشتغال والاستبطان).
4. إدراك أهم العمليات في البورصة(قدرة الطالب على القيام بـ: الإجراءات، والاستراتيجية، عمليات التسوية).
5. التعرف على الأسواق المالية الإسلامية من حيث الأسس والمقومات والمبادئ(قدرة الطالب على: الفهم والتحليل).

✓ الأهداف الوسيطة: بعد الانتهاء من دراسة هذا المقرر يتوقع من الطلبة أن يحققوا جملة من المهارات

كما يلي:

#### ● من حيث الفهم والمعرفة:

1. تدريب الطالب على فهم وظائف الأسواق المالية من حيث طرق التمويل.
2. تمكين الطالب بأن يميز بين سوق رأس المال والسوق النقدي.

3. التفريق بين الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال وفي سوق النقد.
  4. ادراك الطالب الفرق بين السوق المنظمة والسوق غير المنظمة بشكل عام.
  5. اشتغال مختلف المعاملات في الأسواق المالية.
  6. فهم وتحليل الأسواق المالية الإسلامية من حيث الأسس والمقومات والمبادئ.
- من حيث الكفاءة؛
1. كفاءة التفريق بين السوق الأولي (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول).
  2. القدرة على تحليل اتجاهات السوق المالي من خلال قياس كفاءة السوق.
  3. أن يصبح الطالب قادراً على قياس وتحليل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة للسوق المالي.
  4. استنتاج أهمية وتطبيق مستويات كفاءة السوق المالي: الضعيفة؛ المتوسطة؛ القوية.
  5. كفاءة التعامل في البورصة (أسس التعامل في البورصة؛ الاستراتيجية؛ الإجراءات؛ التسوية. إلخ).

المؤلف

# الفصل الأول:

## ماهية الأسواق

### المالية

أهداف التعلم: الكفاءات المستهدفة لهذا الفصل (الأهداف الوسيطة):

بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل؛ سوف تكون قادرًا على اكتساب المعرف والمهارات التالية:

1. التعرف على مفهوم الأسواق المالية، ووظائفها.

- أن يتعرف الطالب على التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

2. التفريق بين أنواع الأسواق المالية.

- التفريق بين السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

- أن يميز الطالب بين سوق رأس المال والسوق النقدي.

- أن يفرق الطالب بين السوق الأولى (الإصدار) والسوق الثاني (التداول).

3. قياس وتحليل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة.

تمهيد: تلعب المؤسسات المالية دوراً بارزاً ومحورياً في توجيه المدخرات والمخزون النقدي من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى استثمار هذه المدخرات وإحداث النمو الاقتصادي. ويمثل السوق المالي حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات رئيسة ممثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة، فالأسواق المالية تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية. ولذا فإن السوق المالي يشير إلى الآلة التي تضمن تجميع المدخرات وتقدم الأموال للمشاريع الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.

**I. ماهية الأسواق المالية:** إن الهدف الرئيسي من دراسة البورصة أو السوق المالي هو إعطاء صورة واقعية للسوق المالية، ويمكن توضيح ذلك في النقاط التالية (آل فواز، 2010، صفحة 3):

- موضوع المبادلة في هذه السوق هو (المال)، وبه توصف فيقال: (السوق المالية)، وإليه تضاف فيقال: (سوق المال)، والمال في اصطلاح المختصين في شؤون الأسواق المالية يقصد به المال في صورته النقدية.
- تمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب وتحميم مدخرات الأفراد، والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها، ويعبر عنها بـ (الوحدات ذات الفائض المالي) وإاحتتها (وفقاً لعقود معينة) إلى الجهات التي تحتاج إليها، ويعبر عنها بـ (الوحدات ذات العجز أو الاحتياج المالي).
- تؤدي السوق المالية وظيفتها هذه من خلال أدوات مالية معينة، كالأسهم والسنادات وغيرها، حيث تصدر الجهات الحاجة إلى المال مثل هذه الأدوات، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي، فتحصل منها (مقابل هذه الأدوات) على احتياجاتها المالية.
- تتضمن الأسواق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل ك وسيط بين الجموعين، والتي يطلق عليها الوسطاء الماليون، وبناء على ذلك تعتبر مؤسسات الوساطة المالية (كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمؤسسات الادخارية) جزءاً من السوق المالية.
- يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، وإذا كان مدلول السوق قد تطور ليشمل كل تعامل في سلع معينة أو غيرها، سواء تم بطريق الالقاء المباشر في مكان محدد، أم تم بطريق غير مباشر، كشبكات الاتصال الهاتفية وغيرها، فإن السوق المالية تعني التعامل في الأموال عرضاً وطلبًا، سواء تم ذلك في أماكن محددة كما في بورصات الأوراق المالية، أو تم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة، من خلال ما يعرف بالسوق الموازية، أي: من خلال المؤسسات المالية المتخصصة في التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً، كبيوت

السمسرة، وشركات الاستثمار، والبنوك التجارية.

**1. تعريف الأسواق المالية:** تعرف الأسواق المالية بأنها المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر وغير المباشر عن طريق السمسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وبعبارة أخرى فإن السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائضة أو الرائدة من الاتصال الدائم (المباشر أو غير المباشر) مع الأطراف التي لديها عجز في الأموال، حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منتظمة وفق شروط محددة (أبو زيد، 2009، صفحة 253).

وأشار البعض إلى أنها أحد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للأموال المستثمرة على شكل أوراق مالية (أسهم وسندات) فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تمويل الأوراق المالية بسهولة ويسهل إلى نقود حاضرة وبالعكس (الدوري، 2010، صفحة 35). بينما يراها آخرون بأنها نظام يتم بموجبه الجمع ما بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين حيث يمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السمسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، إلا أن التقدم التكنولوجي في مجال الحاسوب وشبكات الاتصال قلل من أهمية التواجد في المقرات الخاصة والمحددة للأسوق وبالتالي ممكن من التعامل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول (عبد النبي، 2009، صفحة 22).

كما تم تعريف السوق المالي بأنها: مكان اللقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال (جودة، 2000، صفحة 20)، كما عُرفت بأنها وسيلة جمع المدخرات بكافة أشكالها وأحجامها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر (عوض الله، 1994، صفحة 187)، وتجمع بين كل المبادلات الواردة على رؤوس الأموال المستثمرة على المدى المتوسط والطويل والتي تضاف إلى القيمة المالية؛ عكس السوق النقدية التي تكتم بتداول السيولة القصيرة الأجل (Olivier, 2000, p. 12)، فهي بذلك تمثل إطار يجمع المتعاملون بالأوراق المالية البائعون والمشترون وبغض النظر عن المكان الذي تم الجمع به أو الوسيلة شريطة توفر أجهزة اتصالات فعالة لجميع المتعاملين في السوق مع ضرورة التعرف على الأسعار السائدة في لحظة زمنية واحدة خاصة بكل ورقة مالية متداولة في هذا السوق.

ومن خلال ما سبق، يمكن تعريف السوق المالية بأنها: (المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة،

للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات). وزيادة في إيضاح مفهوم الأسواق المالية، يحسن التعرض لوظيفتها، وذلك فيما يأتي.

**2. وظيفة السوق المالية:** تمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض المالي، إما بطريق مباشر، أو بطريق غير مباشر، كما يلي (آل فواز، 2010، صفحة 6):

**1.2. التمويل المباشر:** وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل: الأسهم، والسنداط، وأذونات الخزانة.

وهذا التمويل إما أن يتم بدون وساطة أي من المؤسسات المالية، وإنما أن يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية.

**2.2. التمويل غير المباشر:** وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل: البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وغيرها، حيث تقوم هذه المؤسسات بتحصيم الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير، وإنما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع، وشهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذات الاحتياج المالي. وإنما عد ذلك تمويلاً غير مباشر؛ من جهة أن الأموال انتقلت من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات الاحتياج بواسطة هذه المؤسسات.

إضافة إلى ما سبق؛ توفر الأسواق المالية الوظائف الاقتصادية الرئيسية التالية - VALDONÉ, 2010, pp. 7- (8):

**3.2. اكتشاف(تحديد) السعر:** تعني وظيفة اكتشاف السعر؛ أن المعاملات بين المشترين والبائعين للأدوات المالية في السوق المالي تحدد سعر الأصل المتداول. في نفس الوقت يتم تحديد العائد المطلوب من استثمار الأموال من قبل المشاركين في السوق المالية. وهو الدافع لمن يسعون للحصول على الأموال (وحدات العجز)؛ كذلك يعتبر العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمرون. إن وظيفة الأسواق المالية هذه؛ هي التي تشير إلى كيفية تخصيص الأموال المتاحة من أولئك الذين يرغبون في إقراض أو استثمار الأموال إلى أولئك الذين يحتاجون إلى الأموال وجمع هذه الأموال عن طريق إصدار الأدوات المالية.

**4.2. السيولة:** حيث يشار إليها على أنها مقياس للقدرة على بيع الأصل بقيمة السوقية العادلة في أي وقت. وبدون السيولة، سيضطر المستثمر إلى الاحتفاظ بهذه الأداة المالية حتى تنشأ الظروف لبيعها أو يكون المصدر ملزماً تعاقدياً بدفعها. ويتم تصفية أدوات الدين عند استحقاقها، وتستمر أدوات حقوق الملكية حتى تنتهي الشركة إما بالتصفية الطوعية أو غير الطوعية. وهكذا توفر جميع الأسواق المالية شكلًا من أشكال السيولة.

**5.2. تخفيض تكاليف المعاملات:** يتم تنفيذ وظيفة تخفيض تكاليف المعاملات، عندما يتم تحويل وأو تحمل المشاركون في السوق المالية تكاليف تداول الأدوات المالية. ذلك أنه في اقتصادات الأسواق المالية، يرتبط الأساس المنطقي الاقتصادي لوجود المؤسسات والأدوات المالية بتكليف المعاملات، وبالتالي فإن المؤسسات والأدوات المالية المستمرة (الباقية في السوق) هي تلك التي لديها أقل تكلفة للمعاملات.

وإجمالاً؛ يمكن أن نقول أن وظيفة الأسواق المالية ترجع إلى مجموعة من العوامل يمكن إيجازها على النحو التالي (أبو موسى، 2005، الصفحات 12-13):

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج مشاريع التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتواجد عند الدولة، وهنا بدلاً من جلوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي، تقوم بطرح مشاريعها في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل مشاريعها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والتمويل الأجل لأسباب متعددة، منها: مشاكل التضخم، مشاكل المحاطرة التي تتعرض لها البنوك عند منحها للقروض متوسطة وطويلة الأجل.
- تساعد الأسواق المالية على منح التمويل بشروط ميسرة، وبتكليف منخفضة مقارنة بقروض البنوك الدولية، أو القروض الخارجية.
- كثيراً ما تعامل الأسواق المالية بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل، ما يتربّط على ذلك إمكانية تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية.
- أن بعض الأفراد قد يتوفّر لديهم فائض مالي، ويرغبون في استثماره بما يعود عليهم بالربح خلال فترة معينة، ونظراً لأن أصحاب ذلك الفائض تفاصيل الخبرة والمعرفة الجيدة بالأوجه التي يمكن أن يستثمر فيها هذا الفائض مثل استثمار هذه الفوائض في المشروعات المتاحة.
- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حامليها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال بسهولة وبدون تحمل أية خسائر.

- أن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته، وحماية صغار المستثمرين، وبالتالي فهو يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأوراق المالية من مستمر لآخر.
- تعتبر الأسواق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية؛ فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، والتي تساعد المستثمرين في الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً وأقل مخاطرة.
- زيادة فرص العمل من خلال إقامة مشروعات جديدة، أو توسيع المشروعات القائمة.
- أنها تسهم في اكتشاف الأسعار المعادلة للأسهم، وبالتالي قيم الشركات التي تمثلها، مما يؤدي إلى تحصيص أمثل لموارد المجتمع نحو أفضل الاستخدامات.

**II. أنواع الأسواق المالية:** يمكن تصنيف الأسواق المالية من خلال عدد من المعايير أو الخصائص الرئيسية لها، سواء من حيث مكان التداول أو كيفية الإصدار أو تواريخ الاستحقاق.

### 1. حسب تاريخ الاستحقاق:

**1.1. السوق النقدي Money Market:** وهي السوق التي يلعب فيها الجهاز المصرفي الدور الأساسي بتحكمه في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية. من خلال هذه السوق تتم عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية، وفقاً لأسعار الفائدة السائدة في السوق للأجال المختلفة؛ حيث يتحدد سعر الفائدة غالباً بناء على العرض والطلب، مع الأخذ في الاعتبار المؤشرات الاقتصادية والسياسية ومدى تأثيرها على آلية عمل السوق. كما يمكن أن يتم التعامل فيها عن طريق الصيغ الشرعية في النظام المصرفي الإسلامي؛ كهما مش المراجحة وغيره من الصيغ الإسلامية.

وتتميز الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي بسيولتها العالية وقصر آجالها التي لا تتجاوز العام غالباً. أما أدوات الاستثمار في هذا السوق فتمثل في شهادات الإيداع والأوراق التجارية والأوراق المخصومة وأذونات الخزانة؛ وكذلك الودائع والصناديق الاستثمارية قصيرة الأجل، ومن الواضح أن التركيز في هذا السوق يكون على عصري السيولة والأمان؛ أكثر من عنصر الربحية بسبب القيود التي تفرضها السلطات النقدية؛ ولحساسية البنوك تجاه وضعها السيولي الذي يؤثر مباشرة على عمليات الاستثمار والسحوبات النقدية اليومية والموسمية (الفكري أحمد، 2017، الصفحات 20-21).

ومن أهم المؤسسات العاملة في هذه السوق نجد (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، الصفحات 23-24):

أ. البنوك المركزية: دورها يتمثل في القيام بالتنظيم والإشراف ومراقبة السوق النقدية، من خلال إصدار القدر والقيام بمهام السياسة النقدية والمتمثلة في تحكم السلطة النقدية في كمية النقود وتأثيرها في حجم الائتمان وسعر الفائدة.

ب. البنوك التجارية: وسميت البنوك التجارية بالتجارية لكون مطلوباتها (الخصوم) يتكون جزء كبير منها من الودائع الجارية وتحت الطلب، ومحوادتها تتشكل بنسبة كبيرة من قروض وأدوات استثمارية قصيرة الأجل قابلة للتسويق، وتقوم بقبول النقود وتوظيفها بأنواعها لمدة قصيرة.

ج. بنوك الاستثمار والأعمال هي بنوك ضخمة من حيث حجم رأس المال، وكذا رقم الأعمال، تقوم بتوظيف أموالها في المشروعات التجارية والصناعية والاشتراك في إنشاء الشركات، فهي تقدم قروض لمختلف المؤسسات الكبرى والمتعددة الجنسيات، إضافة لقدرها على تمويل الحكومات والدول، فقوتها الطويلة الأجل غالباً ما تكون بملايين الدولارات وقد تصل إلى ملايين الدولارات.

**2.1 سوق رأس المال Capital Market:** سوق رأس المال هو سوق للاستثمارات المالية التي هي في حاجة مباشرة أو غير مباشرة لرأس المال. وهو أوسع من السوق النقدي، ويغتنم سوق رأس المال جميع أشكال الإقراض والاقتراض، سواء تم إثبات ذلك من خلال إنشاء أدلة مالية قابلة للتداول أم لا. ويتتألف سوق رأس المال من مجموعة من المؤسسات والآليات التي يتم من خلالها تجميع الأموال متوسطة الأجل والصناديق طويلة الأجل وإتاحتها لقطاع الأعمال والحكومة والأفراد (Chairman, 2007, p. 2).

وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي: التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية للأوراق المالية. وإنما سميت سوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.

وتلعب المؤسسات الكبيرة الدور الرئيسي في سوق رأس المال كمصارف الاستثمار وشركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي، ويتميز سوق رأس المال بتعامله في الأوراق المالية طويلة الأجل والتي لها فترات استحقاق تزيد عن عام. يعتبر هذا السوق أكثر تنظيماً من السوق النقدي، كما أن التركيز فيه يكون على عنصر الربحية من قبل المستثمر أكثر من عنصري السيولة والأمان، ويطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة لأن المتعاملين فيه يكثرون من المتخصصين المؤهلين والمدربين على هذا النوع من العقود التجارية (الفكي أحمد،

. 2017، صفحة 22).

2. حسب الإصدار: تكون السوق المالية من جزأين رئيسيين (آل فواز، 2010، صفحة 8):  
الجزء الأول: وفيه يتم عرض الأموال والطلب عليها؛ وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال، وبطريق على هذا الجزء: **السوق الأولية**.

الجزء الثاني: وفيه يتم تداول هذه الأدوات بالبيع والشراء، وبطريق على هذا الجزء السوق الثانوية.  
وتتنوع هذه الأدوات (بالنظر إلى أجل استحقاقها) إلى أدوات مالية ذات أجل متوسط وطويل؛ كالأسهم والسنديات، وأدوات مالية ذات أجل قصير، كأذون الخزانة.

وبطريق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل: سوق رأس المال، بينما يطلق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل القصير: سوق النقد.

**1.2. السوق الأولية Primary Market:** وهي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساعدة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادي، كما تقوم الحكومات، والشركات، وغيرها من خلالها باقتراض ما تحتاجه من الأموال، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين، كالسنديات.

**2.2. السوق الثانوية Secondary Market:** في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة (عن طريق شراء السنديات من السوق الأولية) أن يبيع دينه أو جزءاً منه لآخر، وذلك بيع هذه السنديات أو جزء منها. كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة (عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية) أن يبيع نصيه في الشركة كله أو بعضه لآخر، وذلك بيع هذه الأسهم، أو جزء منها. وفوق ذلك فالسوق الثانوية سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليها كثير من المعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية، بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها، بل ليبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق؛ ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها.

3. حسب التنظيم والمكان: تداول الأدوات المالية إما أن يجري في قاعات معدة لذلك، وإما أن يجري من خلال مكاتب سمسارة الأوراق المالية، والوسطاء الماليين. وبطريق على القاعة المخصصة للتداول: البورصة، أو السوق المنظمة، بينما يطلق على التداول الذي يتم من خلال مكاتب السمسارة والوسطاء: سوق التداول خارج البورصة، أو السوق غير المنظمة.

وبذلك تقسم السوق الثانوية إلى قسمين (آل فواز، 2010، الصفحات 9-8):

**1.3. البورصة Exchange:** البورصة يطلق عليها السوق المنظمة، وسوق المراد، والسوق الرسمية. وهي المكان

الذى تبادل فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا إنه يمكن أن تباع فيه الإصدارات الجديدة أيضاً. ومثال ذلك عندنا في الجزائر بورصة القيم المنقولة والتي تسهر عليها لجنة COSOB.

**2.3. سوق التداول خارج البورصة Over-the- Counter Market:** ويطلق عليها السوق غير المنظمة، والسوق غير الرسمية، والسوق الموازية. وتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين.

ومن الأمثلة على ذلك نجد؛ سوق نازداك الذي ظهر عام 1971 كوسيلة لتنظيم تداول أسهم الشركات الكثيرة التي لم تحظى بفرص التسجيل في سوق نيويورك الشهير؛ حيث كانت أسهم هاته الشركات تباع وتشتري عن طريق صناع السوق؛ فيما يعرف بسوق من على الكاونتر Over-the-Counter، كون الأسهم كانت تباع وتشتري مناولة على كاونتر (طاولة). وعند إنشاء سوق NASDAQ للتداول الإلكتروني والذي تتولاه الجمعية الوطنية لبائعي الأسهم (NASD)، أصبح هذا السوق بلا كاونتر؛ بل إن هذا السوق لا يوجد بشكل كيان عمراني على الإطلاق كما هو الحال في سوق نيويورك (الحويمي، 2006).

وفي هذا الصدد يُؤخذ على الأسواق غير المنظمة؛ أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار؛ الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب. مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها؛ دخول المتخصصين بائعين أو مشترين؛ وكذا إصدار قرار من البورصة بإيقاف التعامل في الورقة المعنية على أمل دخول مشترين إضافيين أو بائعين إضافيين (حسب الأحوال) عندما يتقرر إعادة التعامل فيها، مما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب. وفي الولايات المتحدة يتضمن السوق غير المنظم (الذي هو أحد مكونات السوق الثاني) أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالث؛ والسوق الرابع (هندي، 1999، الصفحات 108-109):

**أ. السوق الثالث The Third Market:** يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم؛ الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة؛ وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وتمارس هاته البيوت دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل: صناديق المعاشات؛ وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية؛ بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ويكون تعاملها في الأوراق المالية عن طريق تداولها في هذا السوق من خلال بيوت السمسرة الكبيرة، وذلك لأن بيوت السمسرة

لا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة؛ وهو ما يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تؤديها.

**ب. السوق الرابع The Fourth Market:** يقصد بالسوق الرابع، المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغبياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وكاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة؛ يتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب، وفي ظل هذا السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر وبأسعار مرتبطة للطرفين من خلال الاتصال المباشر، ومن خلال هذه المزايا يعتبر السوق الرابع منافسا قوياً للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى؛ خاصة وأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق؛ ويترتب على نمو هذا السوق إجبار التجار والسماسرة في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتلقونه من أتعاب، مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة أسواق المال.

يمكن أن نوضح في الشكل (01-01) أدناه، مختلف تقسيمات الأسواق المالية وما يتفرع عن كل سوق مالي:

### الشكل رقم (01-01): مكونات السوق المالي



المصدر: (الداعر، 2005، صفحة 23)

**III. كفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها:** تعد العلاقة التي تربط المعلومات السوقية المتاحة والقيمة السوقية للأصول المالية هي الأساس الذي يفهم منه كفاءة السوق المالي، وللتوضيح فالقيمة السوقية في الأصل تحدد بناء على تقديرات العائد والمخاطر للأصول المالية، والذي بدورهما (العائد والمخاطر) يُقدران بحسب التوقعات المستقبلية للأصل؛ أي المعلومات الواردة؛ فالسوق المالي الكفء هو السوق الذي يعكس تماماً المعلومات المتوفرة عن الشركة التي أصدرت الأوراق المالية (القواعد المالية، معلومات مصرح عنها، سجلات الأسعار)، بحيث تكون هذه المعلومات قد عكست القيمة السوقية لأوراقها المالية، وعليه فإن السوق الذي يوصف بالكافأة لا يمكن المستثمر من الحصول على عائد إضافي يتجاوز متوسط العائد المتعارف عليه. فيما يلي يمكن أن توضح مفهوم كفاءة السوق؛ والكافأة الكاملة والكافأة الاقتصادية؛ بالإضافة إلى الصيغ المختلفة لكافأة السوق:

**1. مفهوم كفاءة السوق:** وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه؛ يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم. حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

وفي السوق الكفء (Efficient Market)، يعكس سعر سهم المؤسسة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبتها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة أو الشركة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر الحبيطة بما تماماً (حضر، 2004، صفحة 8).

## 2. الكفاءة الكاملة والكافأة الاقتصادية:

**1.2 الكفاءة الكاملة:** لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكافأة الكاملة (Perfectly Efficient Market) يقتضي توافر الشروط التالية (حضر، 2004، صفحة 9):

- ✓ أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- ✓ عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- ✓ للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكميات التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- ✓ وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.

✓ اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

**2.2 الكفاءة الاقتصادية:** أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادلة على المدى الطويل.

**3. متطلبات كفاءة سوق رأس المال:** إن السوق الكفاء هو السوق الذي يتحقق تخصيصاً كفأً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) مما يضمن توجيه تلك الموارد إلى الحالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر (حضر ، كفاءة أسواق الأوراق المالية، 2004):

أ. الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم مؤسسة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هنا يعني، أن المؤسسات التي تناح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار والانخفاض متواضع تكلفة الأموال.

ب. الدور غير المباشر: يعد اقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة بمثابة مؤشر أمان للمفترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن توافر فيه سنتان أساسيات هما:

**1.3 كفاءة التسعير:** وتعرف كفاءة التسعير (Price Efficiency) أو الكفاءة الخارجية هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق (دون فاصل زمني كبير) وأن لا يتكدوا في سيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Game Fair Market)، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

**2.3 كفاءة التشغيل (Operational Efficiency):** أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار

والمختصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه. وكما يدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

**4. الصيغ المختلفة لـكفاءة السوق:** تمثل الصيغ المختلفة لـكفاءة السوق في ثلاثة فرضيات هي (حضر ، كفاءة أسواق الأوراق المالية، 2004):

**1.4 فرضية الصيغة الضعيفة:** وهي التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

**2.4 فرضية الصيغة المتوسطة:** وهي التي تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها). وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحا غير عادلة على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

**3.4 فرضية الصيغة القوية:** وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته (Everything that is Knowable) وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادلة بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

**5. مؤشرات الأسواق المالية:** يقيس مؤشر سوق الأسواق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه. يوجد نوعين من المؤشرات (عبد مولاه، 2016):

- المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لتوسيط الصناعة (DJIA) ومؤشر

500 لستاندرد أند بورز (S & P 500).

- مؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر

داوجونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بورز لصناعة الخدمات العامة.

**1.5. استخدامات المؤشر:** المؤشرات للأسواق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين وغيرهم من الأطراف التي تعامل في السوق المالية. وفي طليعة تلك الاستخدامات:

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء السوق.
- الحكم على أداء المديرين المحترفين.
- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق.
- تقدير العوائد والمخاطر ومستوى كفاءة السوق.

**2.5. كيفية بناء المؤشرات:** على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات الأسواق المالية، إلا أنها تقوم على ثلاثة أسس: العينة الملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

**أ. ملائمة العينة:** تعرف العينة؛ فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي:

- **الحجم (Size):** إن القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تنوعاً وصدقًا لواقع السوق.

- **الاتساع (Breadth):** يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق. حيث أن المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لشركات في كل قطاع من القطاعات المكون لل الاقتصاد الوطني دون تمييز. وإذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حيث تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.

- **المصدر (Source):** المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبي عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تداول فيه الأوراق المالية.

**ب. الأوزان النسبية:** تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، هنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم الواحد بمجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المدخل هي:

- **مدخل الوزن على أساس السعر (Price Weighting):** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن

النسيي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها.

- **مدخل الأوزان المتساوية (Equal Weighting):** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

- **مدخل الأوزان حسب القيمة (Value Weighting):** أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادي لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تحسب العيب الأساسي في مدخل السعر إذا لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسيي. فالشركات التي تساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسيي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هنا بدوره يعني أن اشتغال الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

وفيما يلي؛ مثال لكيفية حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة:

$$Index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times Begining\ Index\ Value$$

حيث أن:  $Index_t$  : تعبّر عن قيمة المؤشر في الفترة  $t$ .

$P_t$  : تعبّر عن اقفال أسعار الأسهم في الفترة  $t$ .

$Q_t$  : تعبّر عن عدد وحدات الأسهم في الفترة  $t$ .

$P_b$  : تعبّر عن اقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

$Q_b$  : تعبّر عن عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

$Begining\ Index\ Value$  : قيمة المؤشر في بداية الفترة.

## الفصل الثاني:

### الأدوات المالية

المتداولة في الأسواق

المالية

أهداف التعلم: الكفاءات المستهدفة لهذا الفصل: بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل؛ سوف تكون قادرًا على اكتساب المعرف والمهارات التالية:

**الأهداف العامة:**

أن يفهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

**الأهداف الخاصة:**

1. أن يتعرف الطالب على الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.
2. أن يتعرف الطالب على الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.
3. أن يفرق الطالب بين الأدوات المالية المتداولة في كلا السوقين.

تمهيد: يعد فهم أساسيات الأدوات المالية أمراً ضرورياً ومفتاحاً لاستثمار المال الناجح. لذا يرغب العديد من الناس في الاستثمار للحصول على عوائد عالية دون المخاطرة بخسارة رأس مالهم أو استثمارهم الرئيسي. لهذا السبب، لا يزال الكثيرون يبحثون عن أفضل خطط الاستثمار حيث يمكنهم، في غضون بضعة أشهر أو سنوات، مضاعفة أموالهم بمخاطر قليلة أو معنوية. كما يلجأ المستثمرون إلى الأدوات المالية لتحقيق:

- ✓ أرباح قصيرة الأجل لكسب عوائد أعلى.
- ✓ تحقيق أهداف مالية طويلة المدى مثل شراء منزل على سبيل المثال.
- ✓ تضييم رؤوس أموالهم ومدخراتهم.
- ✓ بدء أو توسيع أعمالهم التجارية.
- ✓ الشراكة في مشروع جديد.
- ✓ للتغلب على التضخم وتنوع ممتلكاتهم وأصولهم المالية لزيادة قوتها الشرائية.
- ✓ التخطيط للتقاعد.

I. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال: تعتبر الأوراق المالية؛ خاصة الأسهم والسنادات التي تصدرها المؤسسات والشركات؛ الأدوات المالية الرئيسية المتداولة في سوق رأس المال، وتمثل الورقة المالية صك يعطي الحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول شركة ما؛ أو الحقين معاً. فحملة الأسهم العادي والأسهم الممتازة مثلاً لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات الشركة أو المنشأة، كما أن لهم نصيب من أصولها؛ وإن كان ليس من حقهم المطالبة به طالما أن الشركة مستمرة. كذلك فإن لحملة السنادات نصيب من الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة؛ ونصيب في الأصول المرهونة لصالح حملة السنادات أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية (هندى، 1993، صفحة 5). وسيتم تناول هذه الأدوات في العصرين الآتيين:

1. الأسهم: يمثل السهم العادي Common Stock مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس؛ ومن جموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية (التي لا تتضمن الأسهم الممتازة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً القيمة السوقية وتتمثل في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية (الكراسنة،

2010، صفحة 7). وهي تغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام.

### 1.1 مفاهيم القيم (الكراسنة، 2010، صفحة 8):

**1.1.1 قيمة التصفية Liquidation Value:** تعرف بأنها المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع أحد الأصول أو مجموعة من الأصول أو كافة الأصول معزول عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها، فمثلاً إذا أرادت الشركة أن تبيع آلة قديمة أو مجموعة من الآلات وعرضها في السوق فإن السعر الذي تباع به يدعى سعر التصفية، أما في حالة تصفية الشركة فإن القيم التي تحملها هذه الموجودات بعد استبعاد الديون المرتبة على الشركة تدعى القيمة التصفوية للشركة.

**2.1.1 القيمة الدفترية Book Value:** وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة، وتمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الاملاكات المتراكمة Accumulated وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهلاكه بالكامل ولكن ما زال له قيمة اقتصادية لأنه ما زال منتج. وتساوي القيم الدفترية للشركة إجمالي الموجودات ناقص المطلوبات وتتضمن حقوق المساهمين وحسابات رأس المال، علاوة الإصدار، الاحتياطات والأرباح المحتجزة. أما القيمة الدفترية للسهم العادي Book Value Per Share فتساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهم، وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون مباشرة (رأس المال المدفوع والعلاوات) أو غير مباشرة عن طريق احتياز الأرباح لتمويل استثمارات الشركة لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات.

**3.1.1 القيمة السوقية Market Value:** وهو السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق. بالنسبة إلى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية الشركة. ففي بداية أعمال الشركة، من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، وحين تحقق الشركة أرباحاً عالية ومتناهية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متذبذبة أو أنها تتکبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم. على أي حال إن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية Equilibrium بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق Market Consense على قيمة السهم.

**4.1.1 القيمة الحقيقة Intrinsic Value:** يرتبط مفهوم القيمة الحقيقة بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة Fair Market Value ، وتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة، الأرباح الموزعة على المساهمين، أفاق النمو المستقبلية وكفاءة إدارة الشركة.

إن قيمة السهم المحسوبة على هذه الأسس هي ما يهم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقة المحسوبة وسعر السهم في السوق، فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقة، فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب Over-valued ولا يصلح للاستثمار، بل على العكس يجب التخلص من السهم إذا كان للمستثمر مركز فيه، أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقة فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب Under-valued وأنه يصلح للاستثمار لأن سعر السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقة مما يتحقق ربحاً رأسمالياً للمستثمر.

وعندما يكون سعر السوق مساوياً إلى القيمة الحقيقة فإن السهم يكون مقيناً كما يجب. ومن الممكن أن يختلف سعر السوق عن القيمة الحقيقة للسهم ويتحقق ذلك عن عدة أسباب أهمها المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة، عدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، الإفصاح Disclosure غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة، تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين، البطء في رد فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة. إن الاختلاف بين سعر السوق والقيم الحقيقة للسهم يخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء أو بيع الأسهم في المدى القصير.

**2.1 أنواع الأسهم:** تنوع الأسهم (باعتبارات مختلفة) إلى عدة أنواع، بيانها فيما يأتي (آل فواز، 2010، الصفحات 12-14):

**1.2.1 أنواع الأسهم** بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشركك: وتنوع إلى نوعين؛ هما:

- أ. **الأسهم النقدية:** وهي الأسهم التي تعطى للشركك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً.
- ب. **الأسهم العينية:** وهي الأسهم التي تعطى للشركك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان، كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع.

2.2.1 أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها: وتنوع إلى ثلاثة أنواع، هي:

أ. الأسهم الإسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم.

بـ. الأسهـم لـحامـلـها: وـهي الأـسـهـمـ الـتي لا يـذـكـرـ فـيـها اـسـمـ مـالـكـهاـ، وـإـنـما يـذـكـرـ فـيـها ما يـشـيرـ إـلـىـ أـكـاـمـ لـحامـلـهاـ، حـيـثـ يـعـتـبرـ حـامـلـهاـ مـالـكـهاـ.

ج. الأسهم الإذنية أو لأمر: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكها، مع النص على كونها إذنه أو لأمره.

### **3.2.1 أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها: وتنقسم إلى نوعين؛ هما:**

**أ. الأسهم العادية:** وهي الأسهم التي يتكون منها رأس المال الشركة، وتحول حاملها حقوقاً، منها:

- حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراها.
  - حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
  - حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها.
  - حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
  - حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
  - حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريق البيع في السوق المالية، أو بغيرها من الطرق.
  - حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
  - حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

ب الأسهم الممتازة، أو المفضلة: يمثل السهم الممتاز Preferred Stock مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسنداط. فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي من أهاها: أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبيهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات. وأخيرا قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة.

ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية، وأنه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبيهم من الأرباح أو نصيبيهم في أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة نصيبيهم منها. وأخيراً فإنه قد ينص على حق الشركة في استدعاء الأسهم الممتازة، وهي تتبع إلى عدة أنواع، منها:

- الأسهم الممتازة الجموعة أو المترادفة للأرباح.

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

**3.1 تقييم الأسهم Shares Valuation:** يعتبر تقييم الأسهم الخطوة الأولى للاستثمار الناجح إذ بواسطته يستطيع المستثمر معرفة ربحية السهم وبالتالي تكون القرارات الاستثمارية مبنية على أساس سليم وصحيحة. يوجد هناك عدة وسائل لتقييم الأسهم تعتمد في محملها على كل من إيرادات الشركة والتدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح وهو ما يسمى بالتحليل الأساسي، كما أن هناك أسلوب آخر يسمى التحليل الفني وسيتم التطرق إلى هذه الأساليب كل على حده (الكراسنة، 2010، صفحة 18).

**1.3.1 التحليل الأساسي Fundamental Analysis:** التحليل الأساسي هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة. يعني أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات لاعتماد هذا الأسلوب لتقدير قيمة سهم الشركة؛ حيث أن هذا الأسلوب يعتبر غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدام هذا الأسلوب في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة التنافسي في السوق.

وبالرغم من هذه الانتقادات إلا أن التحليل الأساسي هو من الأدوات المستخدمة الشائعة التي تستخدم على نطاق واسع من قبل كثير من المعينين سواء كانوا مستثمرين أو غيرهم. هذا ويعتبر تحليل النسب من أهم أدوات التحليل الأساسي، إضافة إلى أسلوب نمذج الخصم والمتمثلة في حصم التدفقات النقدية المتوقعة.

**أ. تحليل النسب المالية:** تحليل النسب المالية هو احتساب ومقارنة للنسب التي يتم استخراجها أو اشتراطها من المعلومات المتوفرة في القوائم المالية للشركات. إن مستوى واتجاه هذه النسب يمكن استخدامها في استنباط حقائق عن الوضع المالي للشركة ودرجة جذبها للاستثمار. ويمكن أن تستخدم هذه النسب قطاعياً لمقارنة

أوضاع الشركة التي تعمل في نفس القطاع وبالتالي الحكم على وضع الشركات الجيدة وغير الجيدة. فعلى سبيل المثال؛ يمكن استخدام نسبة الديون إلى حقوق الملكية لمعرفة رافعة الشركة. وبمقارنة هذه النسبة لشركاتين نستطيع من خلالها تمييز أي من الشركات تعتمد أكثر على الديون في تمويل عملياتها وبالتالي تحديد أي من الشركاتين أعلى خطورة من حيث الاستثمار فيها.

ومن الجدير بالذكر أنه يفضل عدم الاعتماد على نسبة واحدة في تحليل الوضع المالي لشركة ما بل يجب الاعتماد على عدة نسب حتى يتمكن الحصول على صورة واضحة عن مدى صحة وضع الشركة المالي. كما أنه يجب أن يتم مقارنة هذه النسب لشركة ما مع النسب المالية لشركة أخرى في نفس القطاع وذلك حتى تكون دراسة النسب ذات معنى أو جدوى. وكما أسلفنا سابقاً، هناك العديد من النسب يمكن استخدامها لدراسة وضع الشركة مثل نسبة السيولة، الرافعة، الربحية، وغيرها من النسب.

**بـ.نموذج الخصم:** من خلال استعراض أهم النسب التي يتم استخدامها في تقدير الأسهم؛ يلاحظ أن معظمها يتم احتسابه من خلال الاعتماد على بيانات تاريخية. إذ أن القرار الاستثماري عادة يعني بالمستقبل ولذلك لا بد من الاطلاع على أسلوب الخصم في تقدير الأسهم والذي يعتمد على التوقعات المستقبلية للشركة. وقبل التطرق إلى ذلك لا بد من استعراض مفهوم القيمة الزمنية للنقد ومفهوم القيمة الحالية كوهما الأساس في عملية التحليل.

■ **القيمة الزمنية للنقد:** من المبادئ الرئيسية التي يعتمد عليها القرار الاستثماري هو القيمة الزمنية للنقد، بمعنى توقيت التدفقات النقدية توقيت التي تحدد جدوى المشروع الاستثماري من عدمه. من البديهي أن 100 دولار اليوم أفضل من 100 دولار في المستقبل وهناك عدة أسباب لذلك:

- **المخاطر:** حيث أن 100 دولار اليوم مؤكدة الحصول عليها في حين أن 100 دولار المستقبلي يعتريها نوع من عدم التأكد في الحصول عليها.

- **التضخم:** إن القوة الشرائية للنقد تتحسن بارتفاع التضخم الذي قد يحدث مستقبلاً.

- **فضيل الاستهلاك:** معظم الأشخاص لديهم التزعة في تفضيل الاستهلاك الحالي على الاستهلاك المستقبلي.

هذه العوامل مجتمعة تدفع بضرورة أن يكون القرار الاستثماري المستقبلي مبني على أساس صحيحة أحدها بالاعتبار جميع هذه العوامل.

■ **القيمة الحالية:** وتمثل هذه القيمة التدفقات النقدية بعد خصمها بسعر خصم مناسب.

$$\frac{\text{القيمة المستقبلية}}{\text{القيمة الحالية}} = \frac{n}{(1 + \text{سعر الفائدة})}$$

فمثلاً القيمة الحالية إلى 133 دولار يمكن الحصول عليها بعد ثلاثة سنوات مخصوصة بسعر 10%.

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{133}{1.33} = \frac{133}{(1 + 0.10)^3} = 100 \text{ دولار}$$

ما سبق يتضح بأنه من الأهمية بمكان أن يتم الأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية للتدفقات النقدية وذلك من أجل احتساب قيمتها العادلة الزمنية. وهذا ما سيتم التعرض له عند الحديث عن نموذج الخصم.

- **خصم التدفقات المتوقعة:** كيف يستطيع المستثمر أن يقرر فيما إذا كان السهم مقيم بأكبر مما يجب "Over-valued" أو أنه يتم تداوله بالسعر العادل لهذا السهم أو أنه مقيم بأقل مما يجب "Under-valued". يمكن الإجابة على هذا التساؤل من خلال استخدام مفهوم القيمة الحقيقة "Intrinsic Value". ففي هذه الحالة إذا كانت كل المعلومات متوفرة بخصوص النمو المستقبلي المتوقع للشركة، بيانات المبيعات لدى الشركة، التكاليف التشغيلية وهيكل الصناعة التي تعمل بها الشركة، فإنه يمكن دراسة هذه المعلومات؛ وبالتالي تقدير القيمة الحقيقة للسهم.

إن سعر السهم السوقي يتوجه عادة نحو القيمة الحقيقة. فإذا كانت القيمة الحقيقة للسهم أعلى من سعر السهم السوقي، فإن المستثمر سيقوم بشراء هذا السهم. ولكن إذا كانت القيمة الحقيقة أقل من السعر السوقي فإن المستثمر الرشيد سيقوم بالتخلي من هذا السهم.

إن عملية التحليل الأساسي تتطلب دراسة الوضع الحالي والمستقبل للظروف الاقتصادية التي تعمل بها الشركة مثل دراسة اتجاه أسعار الفائدة سواء على المدى القصير والمتوسط والطويل. بعد ذلك يتم دراسة وتحليل وضع الشركة نفسها. ومن العوامل التي يجب أن يتم أخذها بعين الاعتبار الميزة التنافسية لهذه الشركة مثل انخفاض التكلفة لدى الشركة، تفوقها التكنولوجي، قنوات التوزيع... إلخ. كذلك يجب النظر بعمق إلى خبرة الإدارة التي تدير الشركة. كفاءتها، والأداء التاريخي ودقة التنبؤ بالإيرادات والتكاليف، فرص النمو المتاحة لدى هذه الشركة وغيرها.

في الحقيقة كل العوامل التي ذكرناها سابقاً تعطي بالنهاية فكرة موضوعية عن وضع الشركة وعن الوضع الاقتصادي بشكل عام من أجل الوصول إلى تصور حقيقي وكمي عن وضع الشركة حتى يكون التحليل أكثر عمقاً لا بد من استخدام أسلوب ما يسمى نموذج خصم التوزيعات.

عندما يتم استخدام نموذج خصم التدفقات والتوزيعات يجب النظر إلى سياسة التوزيع وكذلك نوعية القطاع الذي تعمل به الشركة من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب. وباستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم والمتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب. هناك ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات وهي:

- **نموذج النمو الصفرى Zero-Growth Model:** يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف توزيعات الأرباح عليها بعدم النمو مثل الأسهم الممتازة. وفي هذه الحالة يكون النموذج:

$$P = D_t / K_e$$

حيث أن:  $P$  القيمة الحقيقية للسهم.

$D_t$  توزيعات الأرباح المتوقعة.

$K_e$  سعر الخصم المناسب.

ولتوضيح ذلك دعنا نفترض أن شركة ما ترغب في الحصول على تمويل عن طريق طرح أسهم ممتازة علماً بأن الشركة قامت بتوزيع 5 دولار على هذا النوع من الأسهم في العام الماضي وأن العائد الذي يطلبه المستثمر حالياً يبلغ 5%. باستخدام المعادلة المشار إليها أعلاه فإن السعر المناسب الذي يباع به السهم سيكون:

$$\frac{5}{0.05} = \frac{5}{0.05} = 100 \text{ دولار}$$

إلا أن هذا النموذج يفترض بعدم نمو التوزيعات وبالتالي لا يكون مناسب لاستخدامه في تقييم أسهم الشركات التي تتصف لديها التوزيعات بالنمو الثابت.

- **نموذج النمو الثابت Constant-Growth Model**

$$P = D_t / (K_e - g)$$

حيث أن:  $P$  القيمة الحقيقية للسهم.

$D_t$  توزيعات الأرباح المتوقعة.

$K_e$  سعر الخصم المناسب.

$g$  نسبة نمو توزيعات الأرباح.

لنفرض أن شركة ما قامت بتوزيع 3 دولارات للسهم الواحد العام الماضي ويتوقع أن تنمو نسبة التوزيع بحوالي 10% سنوياً، ما هي القيمة التي يمكن أن تعطيها لسهم هذه الشركة إذا كان معدل العائد في السوق هو 12%.

باستخدام النموذج أعلاه فإن سعر السهم سيكون:

$$\frac{3(1 + 0.10)}{(0.12 - 0.10)} = \frac{3.3}{0.02} = 165$$

ويستخدم هذا النموذج في الشركات الناضجة التي تكون توزيعات الأرباح فيها تتصف بالثبات. ومعظم الشركات الكبيرة يمكن تقييم أسهمها من خلال استخدام هذا النموذج. ولكن هذا النموذج لا يصلح لتقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو. لذلك يتم استخدام نموذج توزيعات المتغيرة.

- **نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model:** ويستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار. والنموذج الذي يستخدم في التقييم هو:

$$P = \sum_{t=1}^n [D_0(1 + g_1)^t / (1 + K)^t] + \sum_{t=n}^{\infty} [D_n(1 + g_2)^t - n / (1 + K_e)^t]$$

حيث أن:  $P$  القيمة الحقيقية للسهم.

$K_e$  سعر الخصم المناسب.

$g_1$  نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الأولى.

$g_2$  نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج.

$D_0$  توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى.

$D_n$  توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج.

**2.3.1 التحليل الفني Technical Analysis:** ويستخدم في التحليل الفني عدة رسومات ومنحنيات لمعرفة اتجاه سوق الأسهم ومحاولة التنبؤ بما سيحدث مستقبلاً. إن التحليل الفني لا يعير أي اهتمام إلى المعلومات النوعية بخصوص الشركة مثل إدارة الشركة، القطاع التي تعمل به الشركة،... إلخ. ولكن يعتقد أنه يتم التنبؤ بسعر السهم المستقبلي من خلال تفحص الأسعار التاريخية أو السابقة وعوامل أخرى ذات علاقة. وتوجه انتقادات لآراء المحلل الفني على أنه ضرب من الخيال وأنه ينظر إليه على أنه مضيعة للوقت والجهد. أضاف إلى ذلك إلى أنه لو كان التحليل الفني على درجة عالية من الدقة لحقق كثيراً من المحللين الفنيين الثراء الفاحش من خلال معرفة ما سيؤول إليه سوق الأسهم.

**2. السندات:** السند أداة مالية، تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد اقتراض مقدار كبير من المال، يتعدى في العادة أن تحصل عليه من فرد واحد، أو مؤسسة واحدة، فتحزى القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتصدر في مقابل كل جزء صكًا، يحمل قيمة اسمية متساوية لذلك الجزء، بحيث يمثل مجموع قيم هذه الصكوك مجموع المال الذي تريد اقتراضه، ثم تعرض هذه الصكوك على الراغبين في الإقراض من الأفراد والمؤسسات؛ ليشاركون جميعاً في تقديم القرض، كل بحسب قدرته ورغبته، بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منهم سندًا، يثبت كونه دائناً للشركة بالقدر الذي أقرره، ولهذا اصطلاح على تسمية هذه الصكوك بالسندات. فالسند إذا بالنسبة للحكومات والشركات أداة للاقتراض، وبالنسبة للمقترض ورقة أو صك، يثبت كونه دائناً للمقترض بالقيمة المدونة عليه (آل فواز، 2010، صفحة 21).

**1.2 تصنيف السندات:** السندات ببساطة هي عقد بين المقرض والمقترض حيث أن المقرض يتعهد بدفع القرض والفائدة المرتبة عليه إلى المقرض. في الحقيقة تصنف السندات إلى عدة أنواع حيث يعتمد التصنيف على كل من المصدر، الأولوية، سعر الفائدة على السند، وعلى صفات الاطفاء. فيما يلي يمكن أن نوجز هذه العناصر (الكراسنة، 2010، الصفحات 52-54):

**1.1.2 مصدر السند Bond Issuer:** يعتبر مصدر السند أهم العوامل التي يعتمد عليها تصنيف السند وبالتالي نوعيته. فمثلاً هناك اختلاف ما بين السندات التي تصدر عن الحكومة وتلك التي تصدر عن الشركات الخاصة، حيث أن السندات الصادرة عن الحكومة في العادة تكون أقل خطورة. وهناك سندات تسمى السندات الدولية والتي تصدر بعدة عملات وفي أسواق غير سوق مصدر السند وهذه السندات عدة أنواع:

**أ. سندات اليورو Euro Bond:** وهذه السندات تكون في عملة غير عملة الدولة التي أصدرت فيها. فمثلاً مقترض ياباني يصدر سندات بالدولار في سوق لندن. طبعاً سندات اليورو لا تعنى أنها ستصدر باليورو أو أنها ستصدر في دولة أوروبية.

**ب. السندات الأجنبية Foreign Bonds:** وهي سندات تصدر بعملة الدولة التي يتم طرحها بها مثل إصدار سند بالين الياباني في اليابان من قبل شركة أمريكية.

**ج. السندات العالمية Global Bonds:** هي مشابهة إلى سندات اليورو ولكن تختلف عنها بأنها يمكن أن تصدر بنفس عملة الدولة التي يتم طرح هذه السندات في أسواقها.

**2.1.2 الأولوية Priority:** بالإضافة إلى الجدارة الائتمانية للمصدر، تلعب الأولية دور مهم في تحديد إمكانية قيام المقرض بإرجاع المبالغ التي افترضها. حيث أن الأولية تبين موقع المقرض في حالة إفلاس الشركة في إمكانية استرداد دينه. فمثلاً إذا كانت سندات ممتازة (Senior) يعني ذلك أن تأتي في المقدمة في الحصول على الأموال في حالة إفلاس الشركة، أما إذا كانت السندات غير مصنفة فإن حاملها يمكن أن يأتي في آخر السلم لاستلام حقوقه من الشركة في حالة إفلاسها.

**3.1.2 سعر الفائدة على السند Coupon Rate:** تصدر السندات بعدة أنواع من حيث سعر الفائدة وهي:

- السندات ذات سعر الفائدة الثابت حتى موعد الاستحقاق.
- السندات ذات سعر الفائدة المتغير حسب تغير المؤشر التي ترتبط به تلك السندات.
- السندات ذات سعر الفائدة المغایر حيث تدفع على تلك السندات فائدة مغایر لسعر الفائدة قصيرة الأجل. على سبيل المثال سند يدفع سعر فائدة 6% مطروحاً منها سعر الفائدة على الليبور<sup>1</sup>.
- السندات الصفرية والتي لا تدفع أي فائدة ولكن تصدر عادة بخصم.

**4.1.2 طرق إطفاء السندات:** يتعرض كل من مصدر السند وحامله إلى مخاطر تقلبات سعر الفائدة على أساس أن كل منهما محكوم بفترة زمنية محدودة هي فترة استحقاق السند. ولهذا توفر السندات ميزة للمستثمر ومرنة للمصدر ندرج أهمها.

**A. الاستدعاء Call ability:** تعطي هذه الصفة الحق لمصدر السند بإطفاء قيمة هذا السند قبل انتهاء موعد الاستحقاق وبسعر يسمى سعر الاستدعاء Call Price. ويكون في العادة أعلى من القيمة الاسمية للسند كي يتم تعويض المستثمر عن الخسارة في سعر الفائدة. بعض الشركات ترغب في إدخال هذه الميزة على السندات التي تصدرها لأنها تعطي الشركة المصدرة المرنة عندما ينخفض سعر الإقراض في السوق. وتكون هذه الميزة اختيارية وغير ملزمة للشركة المصدرة للسند.

فمثلاً الشركة التي أصدرت سند لمدة عشرين سنة قبل خمسة سنوات عندما كان سعر الإقراض 14% ترغب باستبدال تلك السندات عندما ينخفض سعر الإقراض إلى نسبة 10%. وبدلأً من القيام بطرح سندات جديدة في السوق وتدفع سعر عال تقوم باستدعاء السندات القديمة وبسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى سعر

<sup>1</sup> - هو سعر الفائدة السائد بين بوك لندن ويستخدم كمقاييس مرجعية على نطاق واسع ولكنه أصبح موضع انتقاد.

الاستدعاء، ولا يكون عادة للمستثمر أية خيار سوى قبول طلب الشركة باستدعاء هذه السندات وهنا تكمن الخطورة في الاستثمار في هذا النوع من السندات، وعندما يتم استدعاء السندات فإن الشركة تتوقف عن دفع الفوائد وتقوم بدفع مبلغ نهائى إلى المستثمر.

**ب. السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds:** بعض السندات تحتوى على ميزة التحويل حيث تعطى حامل هذا السند الخيار في استبدال تلك السندات بأسهم في الشركة المصدرة للسندات، وبممارسة هذا الخيار فإن المستثمر يعيد هذه السندات إلى الشركة ويؤخذ مقابلها أسهم في الشركة وبالتالي تتغير صفة المستثمر من مقرض للشركة إلى مالك فيها.

**ج. السندات القابلة للاسترداد Puttable Bonds:** تعطي هذه السندات حاملها الحق ولكن ليس الالتزام ببيع هذه السندات أو إرجاعها إلى مصدرها وبسعر محدد مسبق، وهذه السندات عادة تحمى المستثمر من مخاطر سعر الفائدة، فإذا كان سعر الفائدة في السوق أعلى بكثير من العائد على السند، فإنه من المنطق أن يقوم صاحب هذا السند بإرجاعه لإعادة استثمار أمواله بنسبة عائد معقول.

**د. علاوة السندات Bonds Premium:** القيمة التي يباع بها السند بأعلى من قيمته الاسمية، فمثلاً إذا تم شراء سند يبلغ 1040 دولار وقيمتها الاسمية 1000 دولار، فإن مبلغ 40 دولار يمثل العلاوة التي تم دفعها لشراء هذا السند.

**ه. السندات الصفرية Zero Coupon Bonds:** هي السندات التي لا يتقاضى حاملها أي فائدة ولكن تباع هذه السندات بسعر أقل من القيمة السوقية لهذا السند، وعند الاستحقاق يستطيع حامله الحصول على كامل قيمة السند المدونة على هذا السند، فمثلاً سند قيمته الاسمية 1000 دولار يباع بمبلغ 900 دولار وعند موعد الاستحقاق سيسترد حامل السند مبلغ 1000 دولار، يعني أن هناك 100 دولار تمثل العائد على هذا السند، ويتصف السند الصفرى بميزات لا توجد في السند العادي فهو يتالف من تدفق نقدى واحد وبالتالي يشراء مجموعة من هذه السندات، يمكن المستثمر أن يبني التدفق النقدي الذي يريد بدلاً من إعادة استثمار القسم المتكررة، هذا الوضع يساعد على إدارة أكثر كفاءة للموجودات والمطلوبات ويقلل من مخاطره إعادة الاستثمار.

كذلك يتمتع السند الصفرى بمدة زمنية أطول من تلك السندات العادية وهذا ما يجعله جذاباً للأطراف التي تبحث عن موجودات ذات مدة زمنية طويلة مثل التزامات التقاعد.

**2.2 تقييم السندات Bonds Valuation:** عند تقييم السند يجب أن يتم الأخذ بالاعتبار القيمة الزمنية للنقد. وبسبب هذه الحقيقة فإن قيمة النقد التي تمتلكها الآن أكبر من قيمة النقد المتوقع استلامها في المستقبل. فمثلاً قيمة الدفعية الأولى التي يستلمها المستثمر على السند في السنة القادمة إذا كان سعر الفائدة السائدة في السوق 10% ستكون  $57.14 = 60 / (1 + 0.5)$  دولار، وحددنا الأسباب التي تجعل قيمة النقد المستقبلية أقل من قيمتها الحالية.

**1.2.2 صفات السندات:** السندات ببساطة هي عقد بين المقرض والمقترض حيث أن المفترض يتعهد بدفع القرض والفائدة المرتبة عليه إلى المقرض. وفي الحقيقة تصنف السندات إلى عدة أنواع حيث يعتمد التصنيف على كل من المصدر، الأولية، سعر الفائدة على السند، وعلى صفات الاطفاء. وفيما يلي موجزاً عن كل هذه الأنواع.

**أ. مصدر السند Foreign Bonds:** يعتبر مصدر السند أهم العوامل التي يعتمد عليها تصنيف السند وبالتالي نوعيته. فمثلاً هناك اختلاف ما بين السندات التي تصدر عن الحكومة وتلك التي تصدر عن الشركات الخاصة، حيث أن السندات الصادرة عن الحكومة في العادة تكون أقل خطورة. وهناك سندات تسمى السندات الدولية والتي تصدر بعدة عملات وفي أسواق غير سوق مصدر السند وهذه السندات عدة أنواع (الكراسنة، 2010، صفحة 52):

✓ **سندات اليورو Euro Bond:** وهذه السندات تكون في عملة غير عملة الدولة التي أصدرت فيها. فمثلاً مقرض ياباني يصدر سندات بالدولار في سوق لندن. طبعاً سندات اليورو لا تعني أنها ستصدر باليورو أو أنها ستصدر في دولة أوروبية.

✓ **السندات الأجنبية Foreign Bonds:** وهي سندات تصدر بعملة الدولة التي يتم طرحها بما مثل إصدار سند بالين الياباني في اليابان من قبل شركة أمريكية.

✓ **السندات العالمية Global Bonds:** هي مشابهة إلى سندات اليورو ولكن تختلف عنها بأنها يمكن أن تصدر بنفس عملة الدولة التي يتم طرح هذه السندات في أسواقها.

**ب. الأولية Priority:** بالإضافة إلى الجدارة الائتمانية للمصدر، تلعب الأولية دور مهم في تحديد إمكانية قيام المقرض بإرجاع المبالغ التي اقترضها. حيث أن الأولية تبين موقع المقرض في حالة إفلاس الشركة في إمكانية استرداد دينه. فمثلاً إذا كانت سندات ممتازة (Senior) يعني ذلك أن تأتي في المقدمة في الحصول على الأموال

في حالة إفلاس الشركة، أما إذا كانت سندات غير ذات صفة فإن حاملها يمكن أن يأتي في آخر السلم لاستلام حقوقه من الشركة في حالة إفلاسها.

**ج. سعر الفائدة على السند Coupon Rate:** تصدر السندات بعدة أنواع من حيث سعر الفائدة وهي:

- ✓ السندات ذات سعر الفائدة الثابت حتى موعد الاستحقاق.
- ✓ السندات ذات سعر الفائدة المتغير حسب تغير المؤشر التي ترتبط به تلك السندات.
- ✓ السندات ذات سعر الفائدة المعاير حيث تدفع على تلك السندات فائدة معاير لسعر الفائدة قصيرة الأجل. على سبيل المثال سند يدفع سعر فائدة 6% مطروح منها سعر الفائدة على الليبور LIBOR.
- ✓ السندات الصفرية والتي لا تدفع أي فائدة ولكن تصدر عادة بخصم.

**د. طرق إطفاء السندات:** يتعرض كل من مصدر السند وحامله إلى مخاطر تقلبات سعر الفائدة على أساس أن كل منهما محكوم بفترة زمنية محددة هي فترة استحقاق السند. ولهذا توفر السندات ميزة للمستثمر ومونة للمصدر ندرج أسمها:

- ✓ **الاستدعاء Call ability:** تعطي هذه الصفة الحق لمصدر السند بإطفاء قيمة هذا السند قبل انتهاء موعد الاستحقاق وبسعر يسمى سعر الاستدعاء Call Price. ويكون في العادة أعلى من القيمة الاسمية للسند كي يتم تعويض المستثمر عن الخسارة في سعر الفائدة.
- ✓ **السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds:** بعض السندات تحتوى على ميزة التحويل حيث تعطي حامل هذا السند الخيار في استبدال تلك السندات بأسهم في الشركة المصدرة للسندات. وبممارسة هذا الخيار فإن المستثمر يعيد هذه السندات إلى الشركة ويؤخذ مقابلها أسهم في الشركة وبالتالي تتغير صفة المستثمر من مقرض للشركة إلى مالك فيها.
- ✓ **السندات القابلة للاسترداد Puttable Bonds:** تعطي هذه السندات حاملها الحق ولكن ليس الالتزام لبيع هذه السندات أو إرجاعها إلى مصدرها وبسعر محدد مسبق. وهذه السندات عادة تحمي المستثمر من مخاطر سعر الفائدة. فإذا كان سعر الفائدة في السوق أعلى بكثير من العائد على السند، فإنه من المنطق أن يقوم صاحب هذا السند بإرجاعه لاعادة استثمار أمواله بنسبة عائد معقول.

هـ. أجل استحقاق للسند **Bond Duration**: يمكن تعريف أجل الاستحقاق بأنه الفترة اللازمة لاسترداد قيمة السند وذلك من خلال خصم التدفقات النقدية. ذلك أن القيمة الحالية لأي استثمار تمثل مجموع التدفقات مخصومة بسعر خصم مناسب حيث أنه كلما كانت الفترة الزمنية أطول فإن القيمة الحالية للتدايرات النقدية تتناقص. وهذا تماماً ينطبق على السندات. لذلك فإن مخاطر استرداد المبلغ المستثمر في السندات تزداد مع ازدياد الزمن. ولكن يمكن أن تنخفض هذه المخاطر في حال زيادة العائد على السندات.

و. قياس مخاطر السندات وعوائدها: درجت العادة أن يتم قياس مخاطر السند من خلال فترة الاستحقاق، أي كلما كانت فترة الاستحقاق لسند أطول كلما كانت سرعة تغير سعره أعلى وبالتالي مخاطره أعلى. غير أن هذا النهج يأخذ في الاعتبار الدفعية الأخيرة فقط ولا يتم اعتبار قيمة التدفقات عبر الزمن وبالتالي لا يعطي أي مقارنة دقيقة لأي مخاطر نسبية بين السندات. فمثلاً هل السند الذي مدتة 10 سنوات وسعر الفائدة عليه 15% أكثر خطورة من سند مدتة 9 سنوات وسعر فائدة 12%؟ هنا وتأخذ الفترة الزمنية كافة التدفقات النقدية بالاعتبار وبالتالي احتساب القيمة الزمنية للنقدود وذلك عن طريق خصم التدفقات النقدية بسعر خصم مناسب.

أما عن مخاطر السندات، فأهم هذه المخاطر هي مخاطر سعر الفائدة ويلجأ المستثمر إلى التقليل من مخاطر سعر الفائدة بالموافقة بين الفترة الزمنية لوجوداتهم، مع الفترة الزمنية لالتزاماتهم. كذلك هناك مخاطر أخرى قد يأخذها المستثمر بالحسبان عند شراء السند مثل مخاطر التضخم ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة.

**II. الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد:** تمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في صكوك دين قصيرة الأجل، قابلة للتداول، يستحق حاملها استرداد المبلغ المدون عليها، الذي سبق أن أقرضه لطرف آخر، في تاريخ محدد، لا يتجاوز - في الغالب - سنة منذ إصدارها، وتتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم، أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الأداة المالية. وسوف يتم تناول بعض هذه الأدوات في العناصر الآتية )  
:FABOZZI & DRAKE, 2009, pp. 123-124)

**1. أدوات الخزانة:** هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة؛ لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها إما أربعة أسابيع أو ثلاثة أشهر أو ستة أشهر، واثني عشر شهراً. وهي لا تحمل سعر فائدة محدد، وإنما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق. وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمناً لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق. ويتم بيعها عن طريق المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم السعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل.

**2. الأوراق التجارية:** عبارة عن سند إذن (تعهد مكتوب بالدفع) صادر عن شركة كبيرة ذات حداره ائتمانية جيدة. هذه الأداة المالية لها تاريخ استحقاق يتراوح عادة من يوم واحد إلى 270 يوماً؛ وعادة ما تباع بخصم. معظم الأوراق التجارية مدعاومة بخطوط ائتمان بنكية (حسابات اعتماد) تبلغ عادة قيمة هذه الحسابات إما قيمة الإصدار بالكامل أو تقل عنه قليلاً، وهذا ما يعزز من الأمان الذي يشعر به المقرضون في هذه الحالة؛ مما يعني أن البنك مستعد لدفع الالتزام إذا كان المصدر غير قادر على ذلك. قد تكون الأوراق التجارية إما تحمل فائدة أو تباع على أساس مخفض؛ إلا أن هذه الأوراق تقدم عائداً أعلى من الفوائد التي يمكن الحصول عليها من الأوراق المالية الأخرى مثل أدوات الخزانة.

**3. شهادات الإيداع:** هي وعود مكتوبة، تثبت أن حاملها وديعة لدى البنك، أو المؤسسة المالية التي أصدرتها بالقيمة الاسمية المدونة عليها. وهي من أدوات الدين قصيرة الأجل، تصدرها البنوك التجارية الكبيرة؛ يمكن شراؤها وبيعها بين المستثمرين؛ لغرض تشجيعهم على الإيداع لديها، ولذا فهي تصدر بقيم مختلفة، وأجال متغيرة، تترواح بين شهر واحد وسنة واحدة. وتحمل شهادات الإيداع قيمة اسمية محددة بمقدار الوديعة، وتاريخ استحقاق محدد، كما تحمل سعر فائدة، يمكن أن يكون ثابتاً، ويمكن أن يكون متغيراً، حيث يحصل

المودع في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة، بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها. ويتم إصدارها وتسييقها بأحد أسلوبين:

**الأول:** الإصدار العام، وذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها.

**الثاني:** الإصدار الخاص، وذلك بأن يتم إصدارها، بناء على طلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين، بشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر لها.

وتعتبر شهادات الإيداع من نوع الودائع لأجل؛ ولذا فإنه لا يحق لحامليها استرداد وديعته قبل تاريخ الاستحقاق، إلا أنها تميز بقوتها للتداول في السوق الثانوية، فيمكن لحامليها بيعها والحصول على نقوده قبل موعد استحقاقها، مقابل التنازل عن جزء من العائد عليها (الفائدة).

**4. شهادات الإيداع باليورو دولار:** هي شهادات قابلة للتداول، للإيداع بالدولار الأمريكي في بنك يقع خارج الولايات المتحدة أو في التسهيلات المصرفية الدولية الأمريكية. وسعر الفائدة على شهادات الإيداع باليورو دولار هو السعر المعروض بين البنك في لندن (ليبور LIBOR)، وهو السعر الذي ترغب فيه البنك الدولي الكبير في تقديم ودائع باليورو دولار لبعضها البعض. وهذا السعر هو أحد أفضل أسعار الفائدة المعروفة وأهمها على مستوى العالم.

**5. اتفاقية إعادة الشراء أو الريبو repo:** هو أحد أشكال الاقتراض قصير الأجل، وخاصة في السندات الحكومية. حيث يبيع الوكيل السندات الأساسية للمستثمرين ويشتريها مرة أخرى بعد فترة وجيزة، عادة في اليوم التالي، بسعر أعلى قليلاً.

ولفهم اتفاقية إعادة الشراء، سنشرح بإيجاز سبب إنشاء الأداة. هناك مشاركون في النظام المالي يستخدمون الرافعة المالية في تنفيذ استراتيجيات التداول في سوق السندات. أي أن الاستراتيجية تتضمن شراء السندات بأموال مقتضبة. بدلاً من الاقتراض من أحد البنوك ، يمكن للمشارك في السوق استخدام السندات التي حصل عليها كضمان للحصول على قرض. على وجه التحديد ، سوف يفرض المقرض مبلغاً معيناً من الأموال إلى كيان يحتاج إلى أموال باستخدام السندات كضمان.

يشير إلى اتفاقية الإقراض المشتركة هذه باسم اتفاقية إعادة الشراء لأنها تحدد أن:

■ يقوم المقرض ببيع السندات للمقرض في مقابل العائدات؛

■ و في تاريخ مستقبلٍ محدد، يقوم المقرض بإعادة شراء السندات من المقرض بسعر محدد. السعر المحدد، المسمى بسعر إعادة الشراء، أعلى من السعر الذي تباع به السندات لأنَّه يجسد تكلفة الفائدة التي يفرضها المقرض على المقرض؛

سعر الفائدة في الريبو يسمى سعر الريبو. وبالتالي ، فإنَّ الريبو ليس أكثر من قرض بضمانتين. يتم تصنيفها كأداة لسوق المال لأنَّ مدة الريبو عادةً ما تكون أقلَّ من عام واحد.

أما استخداماته؛ بالنسبة للبائع، يعتبر الريبو فرصة للاستثمار النقدي لفترة زمنية حسب الاتفاق (عادةً ما تكون الاستثمارات الأخرى محدودة الفترة). وهي استثمارات مضمونة قصيرة الأجل وأكثر أمناً نظراً لأنَّ المستثمر يحصل على ضمانات. السيولة السوقية للريبو جيدة، وأسعار صرفه تنافسية للمستثمرين. أما الصناديق النقدية هي مجموعة ضخمة من مشتري اتفاقيات الشراء. بالنسبة للمتداولين في شركات التداول، يستخدم الريبو لتمويل مواقف مالية طويلة الأجل، الحصول على تكاليف تمويل أرخص للاستثمارات المضاربة الأخرى، وتغطية المراكز المالية القصيرة في السندات.

6. القبولات المصرفية: عبارة عن قروض قصيرة الأجل، تقدمها البنوك لتمويل معاملات محددة، عادةً ما تكون خاصة بالمستوردين والمصدرين. يتم إنشاء القبول عندما يتم كتابة كمبيالة (تعهد بالدفع) من قبل عميل البنك و"يقبلها" البنك، متعهداً بالدفع. يعتبر قبول البنك للكمبيالة وعداً بدفع المبلغ الاسمي للكمبيالة ملِّن يقدمه للدفع. بعد ذلك، يستخدم عميل البنك الحوالة لتمويل المعاملة، ويقدم هذه المسودة إلى المورد الذي تعامل معه في مقابل البضائع. نظراً لأنَّ عمليات القبول تنشأ من معاملات محددة، فهي متوفرة في مجموعة متنوعة من المبالغ الرئيسية. عادةً ما تقل آجال استحقاق القبولات المصرفية عن 180 يوماً. تُباع القبولات المصرفية بخصم من قيمتها الاسمية، وتُدفع القيمة الاسمية عند الاستحقاق. نظراً لأنَّ القبول مدعم من قبل كلِّ من البنك المصدر ومشتري البضائع، لذا فإنَّ احتمال التخلف عن السداد ضئيل للغاية.

وهكذا تعتبر القبولات المصرفية أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، حيث تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية. وهي تستخدم كأداة للاقتراض، كما تستخدم كأداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية؛ لتمكين المستوردين من شراء البضائع التي يحتاجونها من الخارج بالأجل.

## الفصل الثالث:

### عقود المعاملات

### في الأسواق المالية

**أهداف التعلم: الكفاءات المستهدفة لهذا الفصل (الأهداف الوسيطة):**

بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل؛ سوف تكون قادرًا على اكتساب المعرف والمهارات التالية:

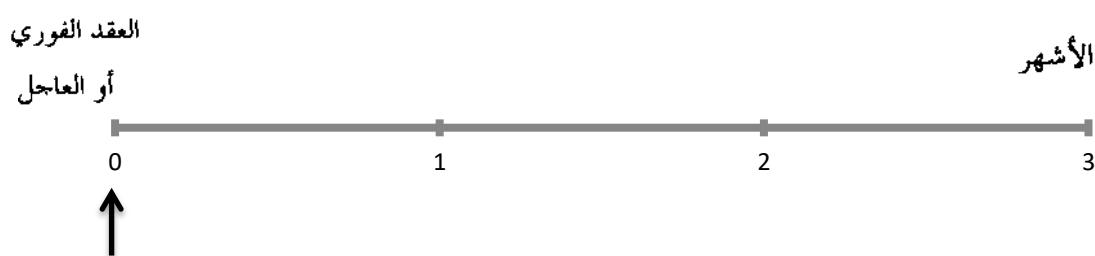
1. فهم كيفية إجراء المعاملات الفورية وأنواعها.
2. التفريق بين المعاملات الآجلة والعاجلة.
3. التعرف على ماهية عقود الخيار وأنواعها.
4. التعرف على المنظمين الرئيسيين لأسواق العقود الآجلة والخيارات.
5. التعرف على مفهوم العقود الآجلة والمستقبلية.
6. فهم عقود المبادلات؛ وأنواعها.

**تمهيد:** الأوراق المالية المشتقة هي ورقة مالية يرتبط مردودها بورقة مالية أخرى تم إصدارها مسبقاً. تتضمن الأوراق المالية المشتقة عموماً اتفاقاً بين طرفين لتبادل كمية قياسية من أصل أو تدفق نقدى بسعر محدد مسبقاً وفي تاريخ محدد في المستقبل. مع تغير قيمة الأوراق المالية الأساسية التي سيتم تبادلها، تغير قيمة الأوراق المالية المشتقة. تتضمن المشتقات شراء وبيع أو تحويل المخاطر. في ظل الظروف العادية؛ كذلك يجب ألا يؤثر التداول في المشتقات سلباً على النظام الاقتصادي لأنه يسمح للأفراد الذين يرغبون في تحمل المخاطر بالمزيد من المخاطرة، بينما يسمح للأفراد الذين يرغبون في تجنب المخاطر بنقل هذه المخاطر إلى مكان آخر.

## I. المعاملات العاجلة والأجلة:

**1. المعاملات الفورية (العاجلة) Spot contract:** المعاملة أو العقد الفوري هو اتفاق بين المشتري والبائع في الوقت 0 ، عندما يوافق بائع الأصل على تسليمه على الفور ويوافق المشتري على دفع ثمن ذلك الأصل على الفور. وبالتالي، فإن الميزة الفريدة للسوق الفوري هي التبادل الفوري والتزامن للنقد مقابل الأوراق المالية، أو ما يُسمى غالباً التسليم مقابل الدفع. على سبيل المثال؛ سعر السند الفوري البالغ 97 دولاراً لسند الاستحقاق لمدة 20 عاماً هو السعر الذي يجب على المشتري دفعه للبائع، لكل 100 دولار من القيمة الاسمية، للتسليم الفوري (الوقت 0) للسند لمدة 20 عاماً. تحدث المعاملات الفورية لأن مشتري الأصل يعتقد أن قيمته ستزداد في المستقبل القريب (خلال فترة حيازة المستثمر). إذا زادت قيمة الأصل كما هو متوقع، يمكن للمستثمر بيع الأصل بسعر أعلى لتحقيق ربح. وهكذا؛ إذا زادت قيمة السند لمدة 20 عاماً إلى 99 دولاراً لكل 100 دولار من القيمة الاسمية، فيمكن للمستثمر بيع السند بربع قدره 2 دولار لكل 100 دولار من القيمة الاسمية (Saunders & Cornett, 2012, pp. 312-313). ويمكن أن نوضح المعاملة أو العقد الفوري؛ حسب الشكل (01-03) أدناه.

الشكل(01-03): العقود الفورية أو العاجلة



المصدر: (Saunders & Cornett, 2012, p. 313)

كما يراد بالمعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية: المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسلیم ثنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة.

وفي هذا النوع من المعاملات يقوم مالك الأسهم (الراغب في البيع) بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر، أي قبل تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة، وهو ما تشرطه بعض أسواق الأسهم، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة، وفي كلا الحالين يتم عمل الترتيبات الالزمة من قبل إدارة السوق؛ لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري، ليقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري، ومثل ذلك يقال بالنسبة لتسليم الثمن.

**1.1 أنواع المعاملات الفورية (العاجلة):** بالإضافة إلى البيع العادي الذي يدفع فيه المشتري الثمن من ماله الموجود في ملكه، ويبيع فيه البائع الأسهم المملوكة له، يوجد في السوق المالية نوعان آخران لا يملك المشتري في أحدهما كامل الثمن عند الشراء، ولا يملك البائع الأسهم التي باعها عند البيع، ويسمى الأول منهما بالشراء بالهامش، ويسمى الثاني منهما بالبيع على المكشوف، وسيكون الحديث عنهما فيما يأتي (آل فواز، 2010، الصفحات 75-76):

**1.1.1 الشراء بالهامش:** الشراء بالهامش نوع من أنواع المعاملات العاجلة، يراد به: أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة، ودفع الجزءباقي من أموال مقرضة. ويحصل المشتري على القرض إما من أحد المصارف، أو غيره من المؤسسات التمويلية، أو من أحد بيوت السمسرة، ويتم ذلك (في الحالة الأخيرة) عن طريق اتفاق خاص، يعقده المشتري مع أحد بيوت السمسرة، يقوم بيت السمسرة بإقراضه جزءاً من ثمن الأسهم التي يريد شراءها، على أن تسجل الأسهم المشتراء باسم بيت السمسرة، وليس باسم المشتري. والغرض من ذلك أن يتمكن بيت السمسرة من اقتراض المبلغ من أحد المصارف، ورهن الأسهم لديه في مقابل ذلك، حيث إن بيت السمسرة يقوم (في العادة) باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري من أحد المصارف بفائدة معينة، ثم يقوم بإقراضه إلى المشتري بفائدة أعلى. والمبلغ القدي الذي يدفعه المستثمر من أمواله الخاصة يسمى الهامش، وهو نوعان: هامش مبدئي، وهو الحد الأدنى الذي يتشرط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص عند إرادة الشراء، ويحدد بنسبة معينة من ثمن الأسهم المشتراء، وهامش وقاية يتم دفعه بعد ذلك، عند اقتضاء الأمر؛ ولهذا أطلق على هذا النوع من المعاملات الشراء بالهامش.

**1.1.2 البيع على المكشوف:** يسمى البيع على المكشوف: (البيع القصير)، كما يسمى: (البيع بالعجز)، وتقوم فكرة هذا النوع من البيوع على بيع أوراق مالية مقرضة، حيث يقوم البائع باقتراضها من السمسار

الذي يتعامل معه، أو من غيره، وتسليمها للمشتري، على أن يقوم (فيما بعد) بشرائها من السوق، وتسليمها للمقرض، متى طلبها.

ومن هنا فقد عرف البيع على المكشوف بأنه: (قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها، عن طريق اقتراضها من آخرين "شركة المسمرة أو شخص آخر"، مقابل الالتزام بإعادة شرائها، وتسليمها للمقرض، في وقت محدد) (حمد، 1998، صفحة 179). والمهدف الأساس من البيع على المكشوف هو المضاربة على فروق الأسعار، من أجل تحقيق ربح في الأجل القصير، ولذلك فإنه لا يقدم عليه إلا من يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية في المستقبل، بحيث يرتفع الفرق بين السعر المرتفع الذي باعها به في الحال، والسعر المنخفض الذي يشتريها به في المستقبل.

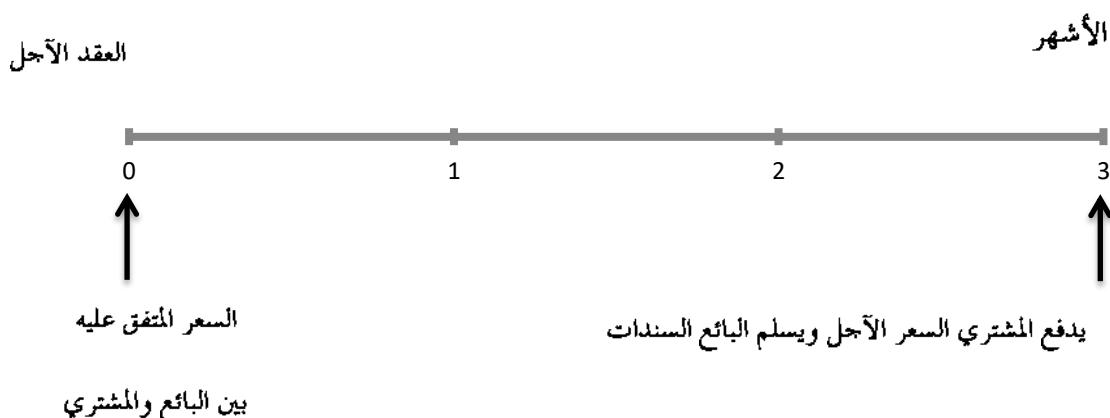
**2. المعاملات الآجلة Forward contract:** يمكن تعريف المعاملة أو العقد الآجل بأنه اتفاق ملزم بين طرفين للتعامل مع أصل معين؛ لشراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي محدد بسعر متفق عليه في وقت إبرام العقد. يقال إن الطرف الملزم بشراء الأصل لديه مركز طويل أو يشتري الأصل آجلاً. كما يقال أن الطرف الملزم ببيع الأصل لديه مركز قصير أو لبيع الأصل آجلاً. يسمى سعر المعاملة المحدد مسبقاً سعر التسليم ويسمى وقت التسليم تاريخ استحقاق الآجل. يشار إلى الأصل الذي سيتم التعامل معه على أنه الأصل الأساسي (Munk, 2018, p. 399).

كما يمكن توضيح العقد الآجل بأنه اتفاق تعاقدية بين المشتري والبائع في الوقت 0 لاستبدال أصل محدد مسبقاً بالنقد في تاريخ لاحق. لذلك يتخذ المشاركون في السوق موقفاً في العقود الآجلة لأن السعر الآجل أو سعر الفائدة على الأصل غير مؤكداً. بدلاً من المخاطرة بأن السعر الآجل سوف يتحرك ضدهم (أن الأصل سيصبح أكثر تكلفة للشراء في المستقبل) يدفع المتداولون الآجلون لمؤسسة مالية رسوماً لترتيب عقد آجل. يتيح مثل هذا العقد للمشارك في السوق التحوط من مخاطر تحرك الأسعار الآجلة للأصل ضده أو من خالل ضمان سعر آجل للأصل اليوم.

على سبيل المثال؛ في عقد آجل مدته ثلاثة أشهر لتسليم 100 دولار بقيمة اسمية لسندات لمدة 10 سنوات، يتفق المشتري والبائع على السعر والمبلغ اليوم (الوقت 0)، ولكن تسليم (أو تبادل) السند لمدة 10 سنوات لا يحدث نقداً حتى ثلاثة أشهر من المستقبل، إذا كان السعر الآجل المتفق عليه في الوقت 0 هو 98 دولاراً لكل 100 دولار من القيمة الاسمية، في غضون ثلاثة أشهر، يسلم البائع 100 دولار من سندات لمدة 10 سنوات ويتلقى 98 دولاراً من المشتري. هذا هو السعر الذي يجب على المشتري دفعه ويجب على البائع قبوله بغض

النظر عما يحدث للسعر الآجل لسندات لمدة 10 سنوات خلال الأشهر الثلاثة بين وقت إبرام العقد ووقت تسليم السندات للدفع (أي؛ سواء انخفض السعر الآجل إلى 97 دولاراً أو أقل أو ارتفع إلى 99 دولاراً أو أكثر) يمكن أن نوضح المعاملة أو العقد الآجل، حسب الشكل (02-03).  
Saunders & Cornett, 2012, p. 313)  
أدناء.

الشكل(02-03): العقود الآجلة



(Saunders & Cornett, 2012, p. 313)

وتحتفل العقود الآجلة عن العقود المستقبلية؛ من حيث أنها عادة ما تكون غير خطية، أي غير موحدة (يعني أن شروط كل عقد يتم التفاوض عليها بشكل فردي بين المشتري والبائع)، ولا توجد غرفة مقاصة، والأسوق الثانوية غالباً ما تكون غير موجودة أو ضعيفة للغاية. على عكس العقود المستقبلية، وهو منتج يتم تداوله في البورصة، فإن العقد الآجل هو أداة خارج البورصة (FABOZZI & DRAKE, Finance; Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, 2009, p. 187)

إذن؛ المعاملات الآجلة نوع من أنواع المعاملات التي تجري في بورصات الأوراق المالية، وهي عقود بيع، يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، وعدها، وثناها، عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الشمن في تاريخ لاحق، يسمى يوم التصفية.

ومن هنا فإنه يمكن تعريفها مختصاراً بأكملها: بيع أوراق مالية مؤجلة، بشمن مؤجل. وبهذا تختلف المعاملات الآجلة عن البيع بأجل، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الأوراق وقت العقد، وتتأجل دفع الشمن إلى أجل أو آجال محددة.

## II. العقود المستقبلية :Futures

### 1. التعريف والخصائص:

أولاً: عرفت العقود المستقبلية بأكملها: (الترام قانوني متبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه)، وبواسطة طرف ثالث (ال وسيط)، كمية محددة من أصل أو سلعة معينة، في مكان محدد، وזמן محدد، وبموجب سعر محدد (مطر، 1999، صفحة 272). وعرفت بأكملها: (اتفاق على شراء أو بيع كميات من أدوات مالية، "مؤشر بورصة، عملات ... "لتاريخ محدد في المستقبل، وبسعر متفق عليه اليوم بين المتعاملين في سوق المال (هندي و فرياقص، 1997، صفحة 65).

كما عُرفت العقود المستقبلية بأكملها: (عقود تعطي حامليها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم والتسلّم في تاريخ لا حق في المستقبل (هندي م.، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، 1997، صفحة 631). كما عرفت بأكملها: (عقود مشابهة لشراء أو بيع سلع أو أصول مالية، يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل، ويحدد سعرها وقت إنشاء العقد، في سوق مالي منظم لهذه الغاية (حبش، 1998، صفحة 290).

ثانياً: العقد المستقبلي هو اتفاقية تتطلب من طرف في الاتفاقية إما شراء أو بيع شيء ما في تاريخ مستقبلي محدد بسعر محدد مسبقاً. كما أن العقود المستقبلية هي منتجات تم إنشاؤها بواسطة البورصات. وإنشاء عقد مستقبلي معين ، يجب أن تحصل البورصة على موافقة من هيئة تداول السلع المستقبلية (CFTC)، وهي وكالة تنظيمية حكومية. عند التقدم بطلب إلى CFTC للحصول على الموافقة على إنشاء عقد مستقبلي، يجب أن تثبت البورصة أن هناك غرضاً اقتصادياً للعقد. يتم تصنيف العقود المستقبلية إما على أنها عقود سلع مستقبلية أو عقود مالية مستقبلية. تشمل العقود المستقبلية للسلع؛ السلع الزراعية التقليدية (مثل الحبوب والماشية) والمواد الغذائية المستوردة (مثل البن والكافيار والسكر) والسلع الصناعية. كما تُعرف العقود المستقبلية القائمة على أدلة مالية أو مؤشر مالي باسم العقود المالية المستقبلية. يمكن تصنيف العقود المالية المستقبلية على أنها:

(1) العقود المستقبلية لمؤشر الأسهم؛ (2) العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة؛ و (3) العقود المستقبلية للعملات .(FOCARDI & FABOZZI, 2004, p. 57)

ثالثاً: العقود المستقبلية تشبه في كثير من النواحي العقود الآجلة، ولكن العقود المستقبلية موحدة وغالباً ما يتم تداولها في بورصات منتظمة. العقود المستقبلية، بصفتها آجلاً، تعتبر اتفاقية ملزمة بين طرفين للتعامل مع أصل معين في المستقبل بشروط معروفة اليوم. الاختلاف الرئيسي هو أن المكاسب والخسائر على العقود المستقبلية

يتم تسويتها بانتظام ومن ثم يتم إعادة تعين قيمة العقود المستقبلية إلى الصفر. يُعرف هذا الإجراء باسم وضع العلامات على السوق<sup>2</sup>. عادةً، يتم تحديد العقود المستقبلية للسوق في نهاية كل يوم تداول. وكل عقد مستقبل يرتبط مع أصل أساسى معين وتاريخ استحقاق محدد (أو تاريخ تسوية نهائى) هو سعر مستقبلى يتغير بمرور الوقت، تماماً مثل السعر الآجل ل التاريخ استحقاق ثابت والأصل الأساسى يتغير بمرور الوقت. عند الاستحقاق، يكون سعر العقود المستقبلية مساوياً للسعر الفورى للأصل الأساسى. تتضمن كل تسوية دفع نقدية مساوية للتغير في سعر العقود المستقبلية منذ التسوية السابقة. إذا كان لديك مركز طويل في المستقبل (شراء العقود المستقبلية)، فإنك تتلزم أساساً بشراء الأصل الأساسى. في هذه الحالة، تتلقى في كل تسوية زيادة في سعر العقود المستقبلية منذ التسوية السابقة. بالطبع، إذا انخفض سعر العقود المستقبلية، فستحصل على دفع سلبية، أي أنه يتغير عليك سداد دفعه للطرف المقابل. على العكس من ذلك، إذا كان لديك مركز قصير في المستقبل (بيع العقود المستقبلية)، سوف تتلقى مدفوعات إيجابية للسوق عندما ينخفض سعر العقود المستقبلية ويتغير عليك سداد مدفوعات عندما يرتفع سعر العقود المستقبلية (Munk, 2018, p. 410).

#### فيما يلي مثال على إجراء وضع علامة على السوق:

مثال: نفترض أن مستثمر ما يشتري عقود مستقبلية على الأسهم؛ العقد مستحق الدفع في خمسة أيام تداول؛ السعر المستقبلي الحالى (اليوم 0) هو 255 دولار. نفترض أن سعر العقود المستقبلية في نهاية أيام التداول التالية هو 248 دولار و 250 دولار و 257 دولار و 254 دولار و 257 دولار على التوالي. في نهاية كل يوم، يتم وضع علامة على العقد في السوق، مما يؤدي إلى التدفق النقدى الموضع في الجدول (01-03) أدناه؛ نلاحظ أن إجمالي المدفوعات يساوى 2 دولار، وهو بساطة الفرق بين السعر النهائى وأسعار العقود المستقبلية الأولية. إذا أخذ المستثمر مركزاً طويلاً في عقد آجل بدلاً من عقد مستقبلى وكان السعر الآجل الأولي يساوى سعر العقود المستقبلية الأولية البالغ 248 دولاراً، سيحصل المستثمر على عائد نهائى قدره 257 دولار - 255 دولار = 2 دولار أمريكي؛ ولا توجد مدفوعات في تواريخ أخرى. وبالتالي؛ فإن إجمالي المدفوعات للعقود الآجلة والعقود المستقبلية متطابقة، ويختلف توزيع المدفوعات بمرور الوقت.

<sup>2</sup>- وضع علامة على السوق (MTM) : هي طريقة لقياس القيمة العادلة للحسابات التي يمكن أن تقلب بمرور الوقت، مثل الأصول والخصوم. يهدف هذه العلامة إلى تقديم تقييم راقعى للوضع المالى الحالى للمؤسسة أو الشركة بناءً على ظروف السوق الحالية.

### الجدول (01-03): التدفق النقدي على العقود المستقبلية

الدفع للمستثمر	سعر العقود المستقبلية	اليوم 0	اليوم 1	اليوم 2	اليوم 3	اليوم 4	اليوم 5
2+	255	248	250	257	254	257	257
7-	0	5-	2+	1-	2+	254	257

(Munk, 2018, p. 411)

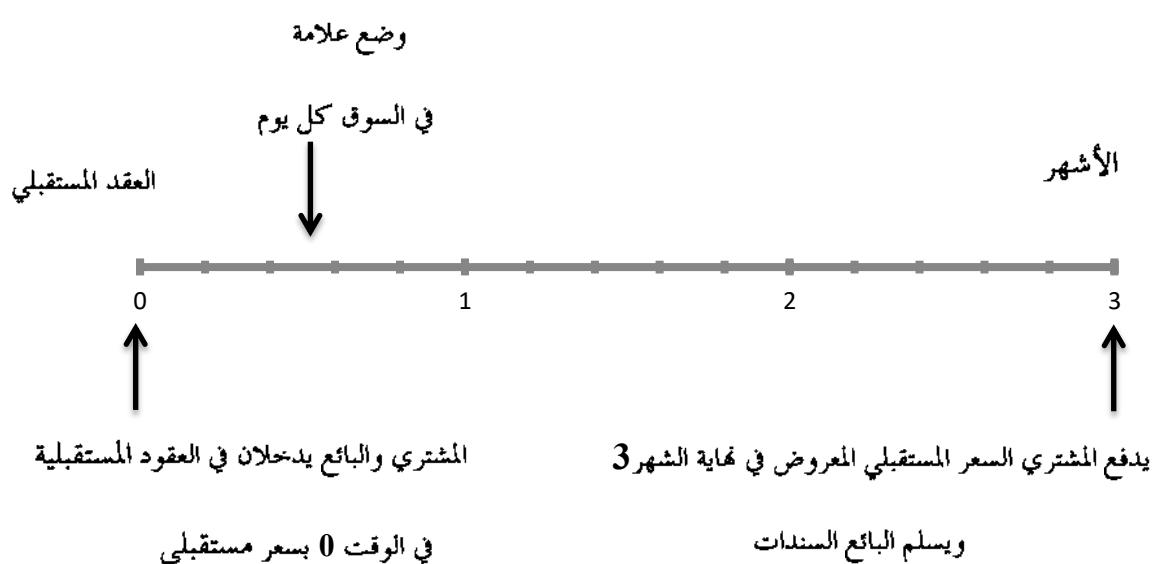
تشير آلية التسوية في السوق إلى أن المستثمرين في العقود المستقبلية، على عكس المستثمرين في العقود الآجلة، لا يحتاجون إلى معرفة متى تم إصدار العقد في الأصل وما كان سعر العقود المستقبلية في ذلك التاريخ. لا يلزم إصدار عقود جديدة مع نفس الأساس وتاريخ الاستحقاق كل يوم حيث يتم تعديل العقود المستقبلية الأصلية باستمرار لتعكس وضع السوق الحالي. لذلك، يمكن تداول العقود المستقبلية في بورصات منظمة وغالباً ما يتم تداولها. في هذه الحالة؛ عن طريق توحيد العقود فيما يتعلق بـ:

- **الأصول الأساسية:** يتم تداول العقود المستقبلية على أصول محددة فقط.
- **حجم العقد:** يتم تداول العقود المستقبلية فقط على عدد معين من وحدات الأصل الأساسي.
- **تاریخ الاستحقاق:** يتم تداول العقود المستقبلية فقط ذات تواريخ استحقاق محددة ومتباعدة بانتظام، على سبيل المثال؛ بفواصل زمنية مدتها شهر أو ثلاثة أشهر.

رابعاً: العقد المستقبلي، مثل العقد الآجل، هو اتفاق بين المشتري والبائع في الوقت 0 لتبادل أصل محدد مسبقاً مقابل نقود في وقت لاحق. وبالتالي، فإن العقد المستقبلي يشبه إلى حد بعيد العقد الآجل. يتمثل أحد الاختلافات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة في أن العقود الآجلة هي عقود ثنائية تخضع لمخاطر التخلف عن السداد للطرف المقابل ، ولكن يتم تقليل مخاطر التخلف عن السداد على العقود المستقبلية بشكل كبير من خلال بورصة العقود المستقبلية التي تضمن تعويض الأطراف المقابلة ضد مخاطر الائتمان أو التخلف عن السداد. هناك فرق آخر يتعلق بسعر العقد، والذي يتم تحديده في العقد المستقبلي على مدى عمر العقد (على سبيل المثال، 98 دولار لكل 100 دولار من القيمة الاسمية لمدة ثلاثة أشهر يتم دفعها عند انتهاء العقد الآجل)، بينما يتم وضع علامة على العقد المستقبلي في السوق يومياً. وهذا يعني أنه يتم تعديل سعر العقد كل يوم حيث يتغير سعر الأصل الأساسي للعقد المستقبلي حتى يقترب العقد من انتهاء الصلاحية. لذلك، تحدث تسويات نقدية يومية فعلية بين المشتري والبائع استجابة لتغيرات الأسعار (وهذا ما يسمى وضع علامة على السوق). يمكن مقارنة هذا بالعقد الآجل، ذلك أن قيمة العقد الآجل يمكن أن تتغير يومياً بين وقت اتفاق البائع

والمشتري على الصفة و تاريخ استحقاق العقد الآجل، وهكذا فإن الدفع النقدي من المشتري إلى البائع لا يحدث إلا في نهاية فترة العقد. أما بالنسبة للعقود المستقبلية في السوق؛ فإنها تضمن تحديد أن كلا طرف في العقد المستقبلي يحتفظان بأموال كافية في حسابهما لضمان العائد النهائي عند انتهاء العقد. بالنسبة لمشتري العقود المستقبلية، يمكن أن يؤدي وضع علامة على السوق إلى مدفوعات غير متوقعة من حسابهم إذا تحرك سعر العقد المستقبلي ضدهم. يمكن أن نوضح العقد المستقبلي؛ حسب الشكل(03-03) أدناه.

**الشكل(03-03): العقود المستقبلية**



المصدر: (Saunders & Cornett, 2012, p. 313)

في العقود المستقبلية كذلك، مثل العقد الآجل، يتلزم الشخص أو الشركة بتسليم أحد الأصول (مثل العملات الأجنبية) في تاريخ ما في المستقبل. ومع ذلك، إذا تخلف الطرف المقابل عن الوفاء بعقد مستقبلي، فستتكلف البورصة بوضعية الطرف التخلف والتزامات الدفع؛ وما لم يحدث الأمصار مفاجئ للسوق المالية نفسها، فإن العقود المستقبلية تكون في الأساس خالية من مخاطر التخلف عن السداد. بالإضافة إلى ذلك، فإن مخاطر التخلف عن السداد للعقد المستقبلي أقل من مخاطر العقد الآجل لأربعة أسباب على الأقل (Saunders & Cornett, 2012, p. 315)

- ✓ التأثير اليومي على سوق العقود المستقبلية (حيث لا يكون هناك تراكم للخسائر أو المكاسب)
- ✓ الهاشم الأدنى المطلوب على العقود المستقبلية التي تعمل كسداد ضمان في حالة تخلف الطرف المقابل عن السداد؛

✓ حدود حركة الأسعار التي تنشر تقلبات الأسعار الشديدة بمرور الوقت؛

✓ الضمانات الافتراضية من قبل بورصة العقود المستقبلية نفسها؛

خامساً: من التعريف والخصائص السابقة؛ يتبيّن أن العقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها على الشيء المبيع، وسعره، وكميته عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم المبيع ودفع الثمن في المستقبل، ولذا وصف العقد بأنه (مستقبلٍ). وتتميز العقود المستقبلية بنمطيتها، ويراد بذلك أن شروط ومواصفات العقود محددة من قبل إدارة السوق، وليس لأحد الأطراف وضع شروط أو مواصفات من عنده، بل عليه أن يختار ما يناسبه من الشروط والمواصفات المعروضة، ويشمل التسميط الأمور الآتية (آل فواز، 2010، صفحة 86):

- حجم العقد، أي: قدر الشيء المبيع فيما يباع بكيل أو وزن أو نحوهما، كالقمح والذهب، أو عدده فيما يباع بالعدد، كالأسهم والعملات، أو قيمته فيما يقدر بالقيمة، كأذونات الخزانة. إذ عادةً ما تحدد إدارة السوق مقداراً محدداً، يختلف باختلاف الشيء المبيع، بحيث لا يسمح بالتعاقد على أقل من ذلك المقدار المحدد، ففي مجلس شيكاغو للتجارة يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح 500 بوشل<sup>3</sup>، أما العقد على أذونات الخزانة الأمريكية، فيبلغ قيمته مليون دولار، وعلى سندات الخزانة 100 ألف دولار. كما تحدد إدارة السوق حداً أقصى (يختلف باختلاف الشيء المبيع) للعقود التي يسمح للمتعامل الواحد أن يبرمها.

- تاريخ تنفيذ العقود، وذلك بتحديد الأشهر والأيام التي يتم فيها التسليم.

- تحديد مقدار الحد الأدنى والحد الأقصى للتغير في أسعار العقود، زيادة ونقصاناً، وعادةً ما تختلف هذه الحدود السعرية باختلاف الأصول محل التعاقد.

- متطلبات التعامل، ومن ذلك أن يودع كل طرف من أطراف العقد لدى البورصة مبلغاً معيناً يسمى المامش، يتراوح مقداره ما بين 5% و 10% من قيمة العقد، ويختلف من أصل إلى آخر.

- صفات الشيء المبيع، من حيث النوع ومستوى الجودة.

- طرق ووسائل التسليم.

2. الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: سبق أن عرّفنا العقود المستقبلية بأكملها: (عقد على شيء معين أو موصوف في الذمة مؤجل، بشمن مؤجل) وقد يبدو من ذلك أن العقود الآجلة والعقود المستقبلية شيء واحد،

<sup>3</sup>- **البوشل (Bushel)**: هو أداة قياس بريطانية وأمريكية للأبحجام الحافة، وتساوي 04 بل أو 08 غالون. وتستعمل لقياس السلع الأساسية الحافة (وليس السائلة)، وغالباً في الزراعة. وهناك عدة أنواع من البوشل حسب السنتنة المراد قياسها على النحو التالي: 1 بوشل = 32 رطل = 14.515 كيلو غرام (للشوفان)؛ 1 بوشل = 56 رطل = 20.412 كيلو من الذرة؛ 1 بوشل = 34 رطل = 15.4221 كيلو من الشعير الملت (المصنف) أو 48 رطل = 21.7724 كيلو من الشعير الخام؛ 1 بوشل = 60 رطل = 27.2188 كيلو من القمح وفول الصويا.

من حيث أن كلاً منها يتضمن اشتراط تأجيل تسليم الشحن والشحن إلى تاريخ لاحق، والواقع أن بينهما أوجه اتفاق، وأوجه اختلاف، يمكن ذكر أبرزها فيما يأتي (آل فواز، 2010، الصفحات 87-88):

#### أولاً: أوجه الاتفاق:

- ✓ يتم إبرام العقد (في المعاملات الآجلة والعقود المستقبلية) حالاً، بينما يتم التسليم والتسلیم في تاريخ لاحق، يتم تحديده وقت إبرام العقد.
- ✓ عقد البيع لازم لكلا طرفيه في العقود المستقبلية، وهو كذلك لازم لكلا الطرفين في أحد أنواع المعاملات الآجلة، وهو المعاملات الآجلة الباتنة.
- ✓ يمكن لكل واحد من المتعاقدين (في كلا النوعين) إغلاق مركزه، والخروج من السوق بإجراء صفقة عكسية في أي وقت، عند حلول الأجل، أو قبله.
- ✓ تبرم العقود (في كلا النوعين، في الأعم الأغلب) بقصد المضاربة على فروق الأسعار، من خلال وجود المضاربين على الصعود والمضاربين على الهبوط.

#### ثانياً: أوجه الاختلاف:

- ✓ تتنوع العقود الآجلة (من حيث طبيعة العقد والشروط المترتبة به) إلى أنواع عدّة، أما العقود المستقبلية فهي من هذه الجزيئية نوع واحد.
- ✓ توجد هيئة ضامنة في العقود المستقبلية، وهي بيت التسوية الذي يقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للبائع، ويضمن تنفيذ العقود من خلال نظام التامش المبدئي، وهامش الصيانة، والتسوية السعرية اليومية، بينما لا توجد مثل هذه الهيئة في العقود الآجلة. إلا أن هذا الدور الذي يقوم به بيت التسوية في ضمان تنفيذ الصفقات ليس مفتوحاً تماماً في العقود الآجلة، فالتماش المبدئي يوجد في العقود الآجلة باسم مبلغ التغطية، كما تقوم لجنة البورصة في العقود الآجلة بنوع من الضمان الذي يقوم به بيت التسوية في العقود المستقبلية، حيث تقوم ببيع الأوراق المالية التي لا يقوم المشتري بتسلمهما، أو شراء أوراق مماثلة للأوراق التي امتنع البائع عن تسليمها، وإن كان على البائع أو المشتري أن يلجأ إلى التحكيم أو المحكمة؛ لطالبة الطرف الثاني بما يترتب على إجراء هذه الصفقات لحسابه من فروق.
- ✓ يتم إجراء التسوية السعرية اليومية في العقود المستقبلية، وهي التسوية التي تبين ربح أو خسارة أحد طرفي العقد بشكل يومي، في حين لا يوجد مثل ذلك في العقود الآجلة.

- ✓ يتعامل في العقود الآجلة على الأوراق المالية (الأسهم والسنداط) فحسب، أما في العقود المستقبلية، فإنه لا توجد أسواق منظمة للتعامل على الأسهم، وإنما يوجد تعامل على السنداط، بالإضافة إلى أوراق مالية أخرى مثل أدونات الخزانة، كما يوجد تعامل على السلع، وعلى العملات، وعلى مؤشرات الأسهم.
- ✓ تعد العقود المستقبلية أداة مالية مشتقة (أي ليس لها قيمة في ذاتها، وإنما تستمد قيمتها من الورقة المالية محل العقد)، بصرف النظر عن طبيعة الشيء المعقود عليه، وهو معنٍ لم يكن ملحوظاً في المعاملات الآجلة.

**III. عقود الخيارات Options:** حتى السبعينيات لم تكن هناك أسواق خيارات. على الرغم من أن بعض المضاربين رتبوا تداولات الخيارات بشكل خاص، إلا أن المنظمين اعتبروا تداول الخيارات نشاطا مشكوكا فيه بل وخطيرا، ويهدف بشكل أساسى إلى الاحتيال على المستثمرين الأبرياء. حيث كان تداول الخيارات غير منظم تماما. ونشأ تداول الخيارات في عام 1973 فقط، عندما وافق المسؤولون في الولايات المتحدة على خطة من قبل مجلس شيكاغو للتجارة، وهي بورصة للعقود الآجلة، لإطلاق بورصة الخيارات. بدأت بورصة خيارات مجلس شيكاغو<sup>4</sup> (CBOE) بتقدم خيارات على أسهم 16 شركة. ومنذ ذلك الحين، تحول المستثمرين بشكل متزايد إلى الأسواق المالية للمساعدة في إدارة المخاطر، حيث أصبح تداول الخيارات شائعا بشكل كبير. وارتفعت القيمة الاسمية للعقود المتداولة في بورصات الخيارات في جميع أنحاء العالم من 52 تريليون دولار في عام 1996 إلى 71 تريليون دولار في عام 1998، ثم تراجعت إلى 62 تريليون دولار في عام 1999، ثم ارتفعت إلى 312 تريليون دولار في عام 2004 (Levinson, 2006, p. 200).

**1. التعريف والخصائص والمصطلحات:** عُرف عقد الاختيار بأنه: (اتفاق بين طرفين، ينبع بموجبه أحدهما للأخر الحق، وليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل معين، أو أداة مالية معينة، بسعر محدد، وخلال فترة معينة) (جبن، 1998، صفحة 175).

كما عُرف بأنه: (عقد يعطي حامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق، وبسعر يحدد وقت التعاقد، على أن يكون لمشتري الاختيار الحق في التنفيذ من عدمه، وذلك في مقابل مكافأة يدفعها للبائع، والذي يطلق عليه محرر الاختيار) (هندي م.، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، 1997، صفحة 589).

<sup>4</sup>- تعد بورصة خيارات مجلس شيكاغو (CBOE) أكبر بورصة خيارات أمريكية بحجم تداول سنوي يقدر بحوالي 1.27 مليار عقد في نهاية عام 2014. يقدم CBOE خيارات على أكثر من 2200 شركة و 22 مؤشراً للأسهم و 140 صندوقاً متداولاً في البورصة (صناديق الاستثمار المتداولة).

كما عُرف بأنه: (عقد يمثل حقاً للمشتري "وليس التراما" في بيع أو شراء شيء معين؛ بسعر معين "سعر التعاقد أو سعر الممارسة" خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم باائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى علاوة الصفقة الشرطية) (فهمي، 1981، صفحة 175). وتُعرف علاوة الصفقة الشرطية "أو ثمن عقد الخيار" على أنه: (تعويض متفق عليه يُدفع للبائع "بائع عقد الخيار" في البورصة من قبل المشتري "دافع ثمن الخيار" مقابل تجتمعه بحق شراء "إن كان خيار شراء" أو حق بيع "إن كان خيار بيع" أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة. وهذا المبلغ غير مراع سواء نفذ المشتري حقه، أم لم ينفذ) (باز، صادر، وأبي صالح، 1985، صفحة 179).

كما عُرف الخيار بأنه: (أصل ينبع المالك الحق، ولكن ليس الالتزام، لتنفيذ معاملة معينة في المستقبل بالشروط المحددة اليوم. عادة ما تكون هذه المعاملة لشراء أو بيع أصل أساسى معين بسعر محدد مسبقاً أثناء أو قبل تاريخ مستقبلي معين. يشار إلى هذا السعر المحدد مسبقاً بسعر التنفيذ أو سعر الممارسة للخيار) (Munk, 2018, p. 421).

كما أن المستثمر الذي يشتري خياراً لديه الخيار في ممارسته (أي شراء الأصل الأساسي) أو عدم ممارسته. على عكس العقود المستقبلية، كما لا يمكن للمستثمر في الخيار ببساطة أن يفعل أي شيء، مما يترك الخيار تنتهي صلاحيته. وينبع بائع الخيار هذا الحق في مقابل مبلغ معين من المال، وهو علاوة الخيار أو سعر الخيار. ويعتبر بائع الخيار هو محرر الخيار، بينما مشتري الخيار هو صاحب الخيار. السعر المحدد الذي يجوز لمشتري الخيار شراءه أو بيعه هو سعر التنفيذ أو سعر التنفيذ المحدد في عقد الخيار. التاريخ المحدد هو تاريخ انتهاء الصلاحية.

الأصل الذي هو موضوع الخيار هو الأصل الأساسي، ويمكن أن يكون الأصل عبارة عن سهم فردي، أو مؤشر أسهم، أو سند، أو حتى أداة مشتقة أخرى، مثل العقود المستقبلية. يمكن لمحرر الخيار أن يمنع صاحب الخيار حقاً من حقيقين. إذا كان هناك حق شراء الأصل الأساسي، فإن الخيار هو خيار شراء. وإذا كان الحق في بيع الأصل الأساسي، فإن الخيار هو خيار بيع. (FABOZZI & DRAKE, Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, 2009, p. 195)

كما عُرف الخيار بأنه: عقد ينبع بموجبه محرر الخيار لمشتري الخيار الحق، ولكن ليس الالتزام، في الشراء أو بيع شيء للمحرر بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة. يمنع المحرر، الذي يشار إليه أيضاً باسم البائع، هذا الحق للمشتري مقابل مبلغ معين من المال، وهو ما يسمى سعر الخيار أو علاوة الخيار. يسمى السعر الذي يمكن

شراء الأصل أو يباعه عنده سعر الممارسة أو سعر التنفيذ. يُطلق على التاريخ الذي يصبح بهذا الخيار باطلًا تاريخ انتهاء الصلاحية.

عندما يمنع خيار ما للمشتري الحق في شراء الأداة المحددة من المحرر (البائع)، يشار إليه بخيار الشراء أو الشراء. عندما يكون المشتري الخيار الحق في بيع الأداة المحددة للمحرر، فإن الخيار يسمى خيار طرح أو بيع، شراء الخيارات أو البيع يسمح للمستثمر بالربح إذا ارتفع سعر الأصل الأساسي. كما يسمح بيع الخيارات أو الشراء للمستثمر بالربح إذا انخفض سعر الأصل الأساسي.

يتم أيضاً تصنيف الخيار وفقاً ل الوقت الذي يجوز فيه للمشتري الخيار ممارسة الخيار. هناك خيارات يمكن ممارستها في أي وقت حتى تاريخ انتهاء الصلاحية؛ يشار إلى هذا الخيار كخيار أمريكي. كما أن هناك خيارات يمكن ممارستها فقط قبل تاريخ انتهاء الصلاحية؛ يشار إلى هذا الخيار بالخيار الأوروبي (FOCARDI & FABOZZI, 2004, p. 64)

من خلال التعريفات السابقة يمكن توضيح مفهوم عقود الاختيارات بإبراز الأمور الآتية (آل فواز، 2010، الصفحتان 98-99):

**أولاً: الاختيار عقد على حق مجرد، وليس على أسهم معينة مثلاً، ينحول مشتريه حق بيع أو شراء أسهم معلومة، منصوص عليها في العقد، فالمعقود عليه هو الاختيار نفسه، لا الأسهم المنصوص عليها.**

**ثانياً: عقد الاختيار ملزم لأحد العاقدين، وهو باeur الاختيار، وغير ملزم للعقد الآخر، وهو مشتري الاختيار.**

**ثالثاً: الاختيار عقد بين طرفين:**

**الطرف الأول: مشتري الاختيار، وهو الطرف الذي يملك (مقتضى العقد) الحق في بيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد، خلال مدة الاختيار.**

**الطرف الثاني: باeur الاختيار، ويسمى (محرر الاختيار)، وهو الطرف الذي يتلزم ببيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها في العقد، عندما يقرر ذلك مشتري الاختيار.**

**رابعاً: يتضمن عقد الاختيار عدداً من العناصر، لابد من النص عليها في العقد؛ وهي:**

**▪ الأصل محل الاختيار؛ حيث لا بد من بيان نوعه وكميته، سواء أكان أسهماً، أم سلعاً، أم عملاً، أم مؤشرات، أم غير ذلك.**

**▪ سعر التنفيذ؛ ويسمى سعر الممارسة، وهو السعر الذي يحق للمشتري الاختيار أن يبيع أو يشتري الأسهم به إذا رغب في ذلك، أو تتم (على أساسه) التسوية بين طرف العقد في تاريخ التنفيذ.**

■ تاريخ التنفيذ؛ وهو التاريخ الذي ينتهي بانتهائه حق المشتري في الاختيار، على أنه قد لا يتحقق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ، وهو ما اصطلاح على تسميته بالاختيار الأوروبي، وقد يتحقق له تنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد إلى التاريخ المحدد للتنفيذ، وهو ما اصطلاح على تسميته بالاختيار الأمريكي. إلا أنه في الواقع العملي، لا يقدم مشتري الاختيار على ممارسة حقه في التنفيذ قبل التاريخ المحدد له؛ ذلك أن هناك بدلاً آخر لتحقيق ربح أكثر إذا لم يرغب الانتظار إلى تاريخ التنفيذ، وهو بيع الاختيار نفسه، حيث إن للاختيار قبل التاريخ المحدد للتنفيذ قيمة ذاتية، تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم محل الاختيار وبين سعر التنفيذ، وقيمة زمنية، تتحدد بالنظر إلى المدة الباقية من مدة الاختيار، إذ ما دام هناك مدة باقية في الاختيار فهناك فرصة لزيادة القيمة السوقية للسهم محل الاختيار، في حين أنه لو نفذ العقد لم يزد ربحه عن الفرق بين سعر التنفيذ وبين القيمة السوقية للسهم، ولذا فإن الاختيار يظل يتداول حتى تاريخ التنفيذ، الذي عنده تساوي القيمة السوقية للاختيار قيمته الذاتية، وهنا يمكن تنفيذ العقد ببيع أو شراء الأسهم محل الاختيار.

■ ثمن الاختيار؛ ويسمى (العلاوة، أو المكافأة)، وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الاختيار لمحرره مقابل تمتعه بحق الاختيار، والتزام المحرر بالتنفيذ، وهذا الشمن لا يسترد بحال، سواء مارس المشتري حقه في الاختيار، وذلك ببيع أو شراء الأسهم المنصوص عليها، أو لم يمارسه.

خامساً: الاختيار حق قابل للتداول، ولذا أعد أدلة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من قيمة الأصل محل الاختيار.  
سادساً: يدفع كل من طرف في عقد الاختيار عمولة لسمسار الذي يتعامل معه كل منهما، وتحدد هذه العمولة بنسبة معينة من ثمن الاختيار، وليس من ثمن الأسهم محل الاختيار، وعند تنفيذ العقد يدفع كل من المشتري والمحرر عمولة أخرى لسمساريهما، تحدد بنسبة معينة من سعر التنفيذ، لا من القيمة السوقية للأسهم محل الاختيار.

2. أنواع عقود الاختيار: نستعرض فيما يلي مفاهيم وبعض أنواع عقود الخيارات المتداولة في أسواق المشتقات المالية، وهي عقود الخيارات العادية وعقود الخيارات غير عادية:

1.2. عقود الخيارات العادية **Plain Vanilla Options**: هنالك نوعان رئيسيان من عقود الخيارات، هما (أونور، 2011):

أ- خيار الشراء **Call Option** : والذي يعطي حامله خيار (وليس الالتزام) شراء كمية معلومة من الأصول كالآوراق المالية أو السلع النقدية بسعر محدد في عقد الخيار خلال مدة سريان العقد بالنسبة للخيار الأمريكي

مقابل عمولة تدفع للجهة التي تصدر العقد. عادة يصطلح بأن باائع خيار الشراء يأخذ وضع قصير الأجل (Short Position) لأنه يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية أو السلع موضع عقد الخيار، بينما مشتري خيار الشراء يأخذ موضع طويل الأجل (Long Position) لأنه يتوقع ارتفاع سعر الورقة المالية. يتحدد في عقد خيار الشراء الآتي:

- نوع وكمية الأصول التي يشملها خيار الشراء.
- تاريخ انتهاء صلاحية عقد الخيار.
- نوع العقد إذا كان أمريكا أو أوروبا.
- سعر التنفيذ وهو السعر الذي يتم عليه ممارسة شراء الأصل بموجب العقد.
- رسم أو عمولة الشراء للجهة التي تصدر العقد، وهذه تحدد وفقاً لمنهجيات تسعير عقود الخيارات، من أهمهم نموذج بلاك وشولز (Black & Scholes).

عند ممارسة حق خيار الشراء أو البيع لعقد الخيار تنتهي ثلاثة حالات، وهي:

**الحالة الأولى:** أن يتحقق ربح لحامل العقد عند تنفيذه، وهي الحالة التي يصطلح عليها (in-the-money) وهذه الحالة تتحقق بالنسبة لخيار الشراء (Call Options) عندما يكون سعر السوق للسهم أو السلعة في عقد الخيار أكبر من سعر التنفيذ المحدد في وثيقة العقد، أما في حال خيار البيع (Put Options) يتطلب أن يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.

**الحالة الثانية:** أن تتحقق خسارة لصاحب العقد عند تنفيذه، وهي الحالة التي يصطلح عليها (Out-the-money). تتحقق هذه الحالة بالنسبة لخيار الشراء عندما يكون سعر السوق للورقة المالية أو السلعة المضمنة في العقد أقل من سعر التنفيذ، أما في حال خيار البيع يكون سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ.

**الحالة الثالثة:** عندما يتساوى سعر السوق وسعر التنفيذ يصطلح لعقد الخيار (At-the-money) ويمكن أن تضاف كلمة (Deep) لكل من الحالتين (الأولى) و (الثانية) في حال اتساع الفرق بين سعر السوق وسعر التنفيذ.

**مثال (01):** ينبع مشتري خيار الشراء الحق في شراء ورقة مالية أساسية (على سبيل المثال، سهم) بسعر محدد مسبقاً يسمى سعر التنفيذ أو الممارسة (X). في المقابل، يجب على مشتري خيار الشراء أن يدفع للمحرر (أو البائع) رسمًا مقدمًا يُعرف باسم علاوة خيار الشراء (C). هذه العلاوة هي تدفق نقدي سلبي فوري لمشتري خيار الشراء. ومع ذلك، فإنه من المحمّل أن يتحقق ربحاً إذا كان سعر السهم الأساسي أكبر من سعر الممارسة

(مقدار يتجاوز القسط). إذا كان سعر السهم الأساسي أكبر من (X) (يشار إلى الخيار باسم "in-the-money")، يمكن للمشتري ممارسة الخيار، وشراء السهم في (X) وبيعه على الفور في سوق الأوراق المالية بسعر السوق الحالي، أكبر من (X). إذا كان سعر السهم الأساسي أقل من (X) (يُشار إلى الخيار باسم "Out-of-the-money")، إذا لم يمارس مشتري الشراء الخيار (أي شراء السهم عند (X) عندما تكون القيمة السوقية أقل من (X)). إذا كان هذا هو الحال عندما يستحق دفع الخيار، تنتهي صلاحية الخيار دون التنفيذ. نفس الشيء يقال عندما يكون سعر السهم الأساسي مساويا تماماً لـ (X) عند انتهاء صلاحية الخيار (يشار إلى الخيار باسم "At-the-money"). هنا يتحمل مشتري خيار الشراء التكفة C (علاوة خيار الشراء) للخيار، ولا يتبع عن ذلك تدفقات نقدية أخرى (Saunders & Cornett, 2012, p. 322).

**مثال (02):** أُعلن عن خيار شراء أسهم شركة معنية بالشروط الآتية:

- عدد الأسهم: 10 أسهم.
- سعر التنفيذ: 1000 دينار للسهم الواحد.
- مدة الخيار: ثلاثة أشهر.
- ثمن الاختيار: 10 دينار عن السهم الواحد.

إذا توقع أحد المستثمرين ارتفاعاًأسعار تلك الأسهم خلال فترة الخيار، وتوقع آخر انخفاضها خلال تلك الفترة، فإن الأول منهم سيدخل السوق ممتلكاً لهذا الخيار الذي يخوله حق شراء هذه الأسهم خلال تلك الفترة، بينما سيدخل الآخر بائعاً له، وحيث إن المشتري هو المالك للخيار، فإنه يمكن بيان الحالات التي يقرر فيها شراء الأسهم أو عدمه، مع بيان ما يتبع عن ذلك من ربح أو خسارة لأحد الطرفين من خلال الافتراضات الآتية:

**الافتراض الأول:** أن ترتفع أسعار تلك الأسهم إلى أعلى من سعر التنفيذ بمقدار يزيد عن مقدار ثمن الخيار، أي إلى أكثر من 1010 دينار، كأن تبلغ 1080 دينار.

- في هذه الحالة فإن مشتري الخيار سيقوم بشراء الأسهم من الطرف الآخر بالسعر المتفق عليه، ليبيعه في السوق بالسعر الجاري، وبذلك يحقق ربحاً قدره 70 ديناراً.

$$[1080 - (1000 + 10)] \times 10 = 70 DA \quad \text{أي:}$$

- أما بائع الخيار فإنه لا يملك الأسهم التي حرر عليها خيار الشراء؛ سيقوم بشرائها بسعر السوق ليسلمها إلى المشتري بالسعر المتفق عليه، وبذلك يحقق خسارة قدرها 70 ديناراً.

$$[1080 - (1000 + 10)] \times 10 = 70 DA$$

أي:

الافتراض الثاني: أن تتحفظ أسعار تلك الأسهم إلى أقل من سعر التنفيذ، كأن تتحفظ إلى 900 دينار مثلاً.

- في هذه الحالة فإن مشتري الخيار لن يقوم بشراء الأسهم من باع الخيار؛ حيث سيفضل (إذا كان له رغبة في تملك الأسهم) شرائها من السوق بالسعر المنخفض، وبذلك تتحصر خسارته في الثمن المدفوع، الذي يعد في الوقت نفسه ربحاً لمحرر الخيار (البائع).

$$10 \times 10 = 100 DA$$

أي:

الافتراض الثالث: أن ترتفع أسعار تلك الأسهم إلى أعلى من سعر التنفيذ بمقدار لا يزيد عن مقدار ثمن الخيار، كأن تصل إلى 1005 دينار.

- في هذه الحالة فإن مشتري الخيار سيقوم بالشراء؛ لأنه وإن لم يحقق ربحاً من وراء ذلك، إلا أنه سيتحفظ من خسارته؛ إذ بدلاً من أن يخسر ثمن الخيار كله، فإن خسارته، إذا قام بالشراء، ستكون 50 دينار فقط.

$$[(1000 + 10) - 1005] \times 10 = 50 DA$$

أي:

**ب. خيار البيع Put Option:** يعطي حامله خيار بيع كمية محددة من الأوراق المالية أو أصول نقدية أو سلعية بسعر تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال فترة العقد (بالنسبة للخيار الأمريكي) أو عند انتهاء فترة العقد (بالنسبة للخيار الأوروبي). يتضمن عقد خيار البيع نفس الخصائص المحددة في عقد خيار الشراء الموضحة سابقاً (أونور، 2011).

مثال (01): يمنح مشتري خيار البيع الحق في بيع ورقة مالية أساسية (على سبيل المثال، سهم) بسعر محدد مسبقاً لمحرر خيار البيع. في المقابل، يجب على مشتري خيار البيع أن يدفع للمحرر (أو البائع) علاوة البيع (P). إذا كان سعر السهم الأساسي أقل من سعر الممارسة (X) (خيار البيع هو "in-the-money"), سيشتري المشتري السهم الأساسي في سوق الأسهم بسعر أقل من X وبيعه فوراً عند X من خلال ممارسة خيار البيع. إذا كان سعر السهم الأساسي أكبر من X (خيار البيع هو "Out-the-money"), فلن يمارس مشتري خيار البيع (أي بيع السهم عند X عندما تكون قيمته السوقية أكبر من X). إذا كان هذا هو الحال عندما يستحق دفع الخيار؛ تنتهي صلاحية الخيار دون التنفيذ. هذا صحيح أيضاً إذا كان سعر السهم الأساسي مساوياً تماماً لـ X عند انتهاء صلاحية الخيار ( يتم تداول خيار البيع "At-the-money"). ويتحمل مشتري خيار البيع التكالفة P للخيار؛ ولا يتعذر عن ذلك تدفقات نقدية أخرى (Saunders & Cornett, 2012, p. 324).

**مثال (02):** شخص يملك 100 سهم من أسهم شركة معينة مثلاً، قيمتها السوقية الحالية 1000 دينار للسهم الواحد، وهو ينوي أن يغيب عن السوق في سفر لمدة شهرين مثلاً، ولا يرغب في بيعها الآن ما دام هناك احتمال بارتفاع أسعارها، ولكنه (في الوقت نفسه) يخشى انخفاض الأسعار خلال تلك الفترة بشكل كبير، واحتياطاً لذلك فإنه اشتري خيار بيع يخوله بيع تلك الأسهم بسعر تنفيذ قدره 900 دينار للسهم الواحد، لمدة ثلاثة أشهر، مقابل 10 دينار عن السهم الواحد، يدفعها ثمناً للخيار.

- لو حدث ما تخشاه، وانخفضت الأسعار إلى أقل من سعر التنفيذ فإنه سينفذ الخيار، ويبيع الأسهم بحرر الخيار بسعر التنفيذ المتفق عليه.

$$[1000 - (900 + 10)] \times 100 = 9000 DA \quad \text{أي:}$$

وبحذا يخسر 9000 دينار؛ ومحرر الخيار يربح 9000 دينار.

- أما لو ارتفعت الأسعار فإنه لن يستعمل حقه في الخيار، وسيفضل الاحتفاظ بالأسهم، أو بيعها في السوق بالسعر المرتفع، متحملًا خسارة قدرها  $1000 DA \times 100 = 10000$  دينار، وهي ثمن الخيار الذي دفعه للمحرر.

**2.2. عقود الخيارات غير عادية Exotic Options:** نتيجة لتعدد احتياجات المستثمرين وتعقد وتتنوع المخاطر المالية التي تواجه المستثمرين في العديد من الأسواق المالية خاصة المتطورة منها أصبح من الضروري استحداث أنواع جديدة من الخيارات تلبي احتياجات المستثمرين المختلفة. من أهم أنواع الخيارات غير عادية نذكر الآتي (أونور، 2011):

**أ. عقود الخيارات الآجلة Options Forward:** يتشرط هذا النوع من عقود الخيارات بأن يدفع مشتري عقد الخيار عمولة شراء العقد لحظة إبرام العقد، بحيث يؤجل بدء سريان العقد إلى تاريخ معلوم في المستقبل، ويؤجل سعر تنفيذ الخيار أيضًا في المستقبل. لذلك هذا النوع من العقود يتضمن ثلاث معلومات أساسية وهي: تاريخ التعاقد، تاريخ بدء سريان العقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد (Expiration Date).

**ب. عقود الخيارات الآسيوية Options Asian:** يختلف عقد الخيار الآسيوي عن الأمريكي والأوروبية في تحديده لسعر التنفيذ، إذ يتم تحديد سعر التنفيذ في عقد الخيار الآسيوي بناء على متوسط أسعار الأصل المضمن في العقد منذ إبرام العقد وحتى تاريخ انتهاء العقد أو ما يسمى بالمتوسط السعري.

ج. عقود الخيارات الثنائية **Binary Options**: في هذا النوع من العقود تدفع مستحقات العقد بناء على شروط من ضمنها: دفع قيمة سعر التنفيذ نقداً (في حال تنفيذ الخيار) أو دفع قيمة السعر التنفيذي عيناً (في حال تنفيذ الخيار) حسب الأصل المحدد في عقد الخيار.

د. عقود الخيارات بالسعر التفضيلي **Look back Options**: بالنسبة لعقود الخيارات الأخرى يتم تنفيذ الخيار بناء على السعر السوقى للأصل عند تنفيذ العقد وليس لأفضل الأسعار خلال فترة سريان العقد، لكن بالنسبة لعقود الخيارات بالسعر التفضيلي يسمح بتنفيذ العقد بناء على أفضل الأسعار خلال فترة سريان العقد. لذلك بالنسبة لعقد خيار بيع سعر تفضيلي يمثل سعر التنفيذ أعلى سعر للأصل خلال فترة صلاحية العقد. أما بالنسبة لعقد خيار شراء بسعر تفضيل يعتبر سعر التنفيذ أدنى سعر سبق أن وصل إليه الأصل في السوق خلال فترة العقد.

**IV. عقود المبادلات Swaps:** تشكل المبادلات (المقايسات) فئة مهمة من عقود المشتقات التي يمكن استخدامها لأغراض وتطبيقات إدارة المخاطر. عادة ما تكون اتفاقية المبادلات عبارة عن اتفاقية خارج البورصة (OTC) بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية المستقبلية. التدفقات النقدية المراد "مبادلتها" تحسب على أساس القيمة الاسمية للأصل المرجعي. عادة، تنص اتفاقية المبادلة صراحة على تواريخ وشروط تبادل التدفقات النقدية بين الطرفين. اللاعبون الرئيسيون في السوق المشاركون في تداول عقود المبادلات هم التجار والمستثمرون والمحوطون.

**1. التعريف بعقود المبادلات:** المبادلات ترجمة للكلمة الإنجليزية (Swaps)، وهي أحد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة، ولذا فهي لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة، بل يمكن لكل من طرف العقد إملاء الشروط التي تلائمه (آل فواز، 2010، صفحة 112). وقد عرف عقد المبادلة بعدة تعريفات، نذكر منها التعريفات الآتية:

- عُرف بأنه: اتفاق تعاقدي بين طرفين أو أكثر، يتم بموجبه تبادل الدفعات، أو المقومات المرتبطة على

كل منهما، أو إليه، من جراء التزامات أو أصول يتم تحديدها لهذه الغاية، وذلك خلال حياة المبادلة،

وبنفس عملية الالتزام أو الأصل، ودون إجراء أي تبادل في طبيعة الالتزام أو الأصل.

- كما عُرف بأنه: اتفاق تعاقدي، يتم بواسطه وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق،

ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما

لطرف آخر، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو

مقايضة المقوضات التي تترتب لكل منها على أصول يمتلكها، وذلك دون إخلال بحق كل منها لتلك الأصول (مطر، 1999، صفحة 282).

- المبادلة هي اتفاقية يوافق بموجبها طرفان على تبادل المدفوعات الدورية. يعتمد المبلغ بالدولار للمدفوعات المتبادلة على بعض الأصول المحددة مسبقاً بالدولار، والتي تسمى المبلغ الأساسي الافتراضي أو المبلغ الافتراضي ببساطة. المبلغ بالدولار الذي يدفعه كل طرف للطرف الآخر هو السعر الدوري المتفق عليه مضروباً في المبلغ الافتراضي. الدولارات الوحيدة التي يتم تبادلها بين الطرفين هي المدفوعات المتفق عليها، وليس المبلغ الافتراضي (FABOZZI & DRAKE, Finance; Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, 2009, p. 206)

- من الناحية التعاقدية؛ عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية. من الناحية التقنية؛ فإن المبادلة هي مجموعة من المعاملات الآجلة المتعاقبة، والتي تتضمن إما معدل ثابت ثابتاً وسعراً عائماً (أو "متغيراً")، أو سعرين متغيرين مختلفين، أو في حالة نظام الإبلاغ المشترك فقط<sup>5</sup> The Common Reporting Standard (CRS) ، سعرين ثابتين مختلفين. الأسعار الثابتة المتضمنة في المبادلات تسمى معدلات المبادلة. تعتمد الأسعار المغيرة على الأسعار السائدة قبل يومين من بداية الفترة التي يتم تطبيقها عليها. يتم دفع كلا نوعي التدفقات النقدية، التي تستند إلى معدل ثابت أو عائم، في تاريخ استحقاقها، ويتم تسجيلها في حالة تواريخ الاستحقاق المشتركة. يمكن أن تكون التدفقات النقدية المتبادلة هي التدفقات النقدية للأصول الناشئة عن مدفوعات الأصول، وفي هذه الحالة تحدث عن مبادلات الأصول، أو التدفقات النقدية الناشئة عن مدفوعات فوائد الديون، ومن ثم تسمية مبادلات الالترامات. إذا كانت المجموعة الكاملة من التدفقات النقدية المتبادلة تتضمن عملة واحدة مشتركة ، فإن المبادلة تسمى مقايضة أسعار الفائدة (IRS). إذا اشتمل تبادل التدفقات النقدية على عمليتين، هنا تحدث عن مبادلة أسعار عمليتين (CRS) أو مبادلة أسعار عملات مختلفة (CCRS) (Ruttiens, 2013, p. 91).

- المقايضة هي اتفاقية بين طرفين (تسمى الأطراف المقابلة) لتبادل التدفقات النقدية الدورية المحددة في المستقبل بناء على بعض الأدوات أو الأسعار الأساسية (على سبيل المثال، سعر ثابت أو عائم على

<sup>5</sup> هو معيار معلومات للتداول الثنائي للمعلومات فيما يتعلق بالحسابات المالية للمؤسسات المالية على المستوى العالمي، بين السلطات الضريبية، التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام 2014. الغرض منه هو مكافحة التهرب الضريبي.

السنوات). وعلى بعض العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيار، تسمح المبادلات للشركات بإدارة أسعار الفائدة والعملات الأجنبية وإدارة مخاطر الائتمان بشكل أفضل. ومع ذلك ، يمكن أن تؤدي المبادلات أيضا إلى خسائر كبيرة (Saunders & Cornett, 2012, p. 335).

- المقايضة أو المبادلة هي معاملة يتفق فيها طرفان على دفع سلسلة من التدفقات النقدية لبعضهما البعض خلال فترة زمنية محددة. على سبيل المثال، يمكن النظر إلى العقد الآجل / المستقبلي؛ كمثال بسيط على المبادلة. العقود الآجلة والعقود المستقبلية هي التزامات لأحد الأطراف لشراء شيء من آخر بسعر ثابت في تاريخ مستقبلي. لنفترض أنه في الأول من مارس 2008، أبرمت إحدى الشركات عقداً آجلاً لشراء 100 أوقية من الذهب مقابل 850 دولاراً للأونصة في عام واحد. يمكن للشركة بيع الذهب في عام واحد بمجرد استلامه. وبالتالي، فإن العقد الآجل يعادل اتفاقية المبادلة؛ حيث تدفع الشركة تدفق نقدي قدره 85000 دولار في 1 مارس 2009، وتتلقى تدفقات نقدية تساوي ( $S \times 100$ ) في نفس التاريخ، حيث  $S$  هو سعر السوق للأونصة الواحدة من الذهب في 1 مارس 2009.

في بعض الحالات؛ يرغب أحد الأطراف في إجراء سلسلة من عمليات الشراء، بدلاً من عملية شراء واحدة، من الطرف الآخر بسعر ثابت في تواريخ مستقبلية مختلفة. يمكن للطرف الموافقة على سلسلة من العقود الآجلة أو المستقبلية، تنتهي صلاحية كل منها في تواريخ مختلفة. لكن من المحمّل جداً أن يكون لكل عقد سعر مختلف. أفضل طريقة لإنشاء هذا النوع من الإستراتيجية هي الدخول في اتفاقية واحدة لطرف واحد لإجراء سلسلة من المدفوعات المتساوية للطرف الآخر في تواريخ محددة والحصول على "سلعة" (على سبيل المثال، مدفوعات) من الطرف الآخر. يسمى هذا النوع من المعاملات، الذي يتميز على وجه التحديد بسلسلة من المدفوعات المجدولة بانتظام، بالمبادلة. يقال إن الطرفين يتداولان المدفوعات أو الأصول (Jenwittayaroje, 2016, pp. 3-4).

ورغم ما قد يؤخذ على هذه التعريفات فقد أفاد جموعها أن المبادلة تجري في الدفعات المتربطة على الالتزامات الصادرة من كل منهما، وفي المبادلات المتربطة على ما لكل منهما من حقوق أو أصول، وفي الحقوق أو الأصول نفسها، ولتوسيع ذلك يحسن التعريف بهذه المصطلحات.

فأما الالتزامات فيراد بها: الديون التي على كل من طرف العقد، كالديون التي تنشأ عن إصدار السنادات. وأما الحقوق، ومثلها الأصول، فيراد بها: الأشياء التي يملكتها كل من الطرفين، سواء كانت أوراقاً نقدية (العملات)، أو أوراقاً مالية، كالأسهم والسنادات، أو أشياء عينية، كالعقارات ونحوها. وأما الدفعات، فيراد

بها: الفوائد التي يدفعها كل من الطرفين في مقابل ما عليهم من التزامات. وأما المقوضات، ومثلها التدفق النقدي، فيراد بها: عوائد الأصول المملوكة لكل من الطرفين، كفوائد السندات، وأرباح الأسهم، وغلات العقارات، ونحوها. وأما التدفق النقدي فهو يشمل المدفوعات، والمقوضات.

ونظراً لتتنوع عقود المبادلة، وتباع صورها، فإنه يصعب وضع تعريف جامع مانع للمبادلة، بحيث يتناول جميع أنواعها، ولذا فإن مفهوم عقد المبادلة إنما يتضمن من خلال الحديث عن كل نوع على حدة، وهو ما سيتطرق له لاحقاً، غير أنه يمكن إيراد المثال الآتي؛ ليوضح صورة من صور عقد المبادلة:

فلو كان لدى المؤسسة (أ) مجموعة من السندات بالمارك الألماني، وتتقاضى عنها فوائد في تواريخ معينة بالمارك الألماني أيضاً، ولدى المؤسسة (ب) مجموعة من السندات بالدولار الأمريكي، وتتقاضى عنها فوائد في تواريخ معينة بالدولار الأمريكي أيضاً، فإنه قد يجري الاتفاق بينهما على تبادل هذه الفوائد في تلك التواريخت، بحيث تدفع المؤسسة (أ) للمؤسسة (ب) الفوائد التي تقبضها بالمارك الألماني، في مقابل أن تقبض منها الفوائد التي تتقاضاها بالدولار الأمريكي (آل فواز، 2010، الصفحات 113-114).

**2. أنواع عقود المبادلات:** بالنسبة لأنواع عقود المبادلات، هناك أربعة أنواع من المقابلات تستخدمها الشركات غير المالية؛ وهي مبادلة أسعار الفائدة (أسعار فائدة السوق)، ومبادلة العملات (عملة بعملة أخرى)، ومبادلة السلع (أسعار سلع السوق)، ومبادلات التخلف عن سداد الائتمان. وهناك نوع تستخدمه الشركات المالية؛ وهو مبادلة معدلات عوائد الأسهم (العوائد على حقوق الملكية في السوق المالي). يمكن أن نوضح هذه الأنواع من المبادلات فيما يلي:

**1.2. عقود مبادلة أسعار الفائدة *Interest Rate Swaps*:** يتكون الجزء الأكبر من سوق المبادلة إلى حد بعيد من مبادلات أسعار الفائدة. من الناحية المفاهيمية، فإن مبادلة أسعار الفائدة هي سلسلة من العقود الآجلة على أسعار الفائدة التي يتم ترتيبها من قبل طرفين. على سبيل المثال، تتضمن مبادلة مدتها أربع سنوات مع تواريخت مبادلة سنوية أربعة تدفقات نقدية صافية بين أطراف المقابلة. يشبه هذا بشكل أساسى ترتيب أربعة عقود لاتفاقية السعر الآجل (*forward rate agreement* (FRA): عقد لمدة عام واحد؛ وعقد لمدة عامين؛ وعقد لمدة ثلاثة سنوات؛ وعقد لمدة أربع سنوات.

على هذا النحو؛ فإنه يسمح لأطراف المقابلة بوضع حماية طويلة الأجل (في بعض الأحيان لمدة تصل إلى 15 عاماً) ضد مخاطر أسعار الفائدة. تقلل المقابلة من الحاجة إلى "تجديد" العقود من العقود القديمة إلى العقود

الجديدة إذا تم الاعتماد على العقود الآجلة أو العقود المستقبلية لتحقيق مثل هذه الحماية التحوطية طويلة الأجل. على سبيل المثال؛ يتم تقديم العقود الآجلة عادة بأقصى أجل استحقاق يبلغ عامين أو أقل.

في عقد المبادلة؛ يوافق مشتري المبادلة على سداد عدد من مدفوعات أسعار الفائدة الثابتة بناء على مبلغ تعاقدي رئيسي (يسمي الأصل الافتراضي) في تواريخ التسوية الدورية لبائع المبادلة. يوافق بائع المبادلة، بدوره؛ على سداد مدفوعات بسعر فائدة متغير، مرتبطة ببعض أسعار الفائدة، إلى مشتري المبادلة في نفس تواريخ التسوية الدورية. عند إجراء هذه المعاملة، يسعى الطرف الذي يدفع السعر الثابت إلى تحويل طبيعة معدل السعر المتغير للتزاماته إلى التزامات بسعر ثابت لمطابقة العوائد المكتسبة على أصوله بشكل أفضل. وفي الوقت نفسه؛ يسعى الطرف الذي يدفع بمعدل متغير إلى تحويل التزاماته ذات المعدل الثابت إلى التزامات ذات معدل متغير لمطابقة العوائد المتغيرة على أصوله بشكل أفضل. (Saunders & Cornett, 2012, pp. 335-336).

**مثال (01): التحوط من مخاطر أسعار الفائدة من خلال مبادلة أسعار الفائدة:** لشرح دور صفة المبادلة في حماية المؤسسات من مخاطر أسعار الفائدة، نستخدم مثلاً بسيطاً لمبادرة أسعار الفائدة. لنأخذ على سبيل المثال مؤسستين ماليتين. الأولى؛ بنك تجاري وصناعي جمع 50 مليون دولار من أمواله عن طريق إصدار سندات مدتها خمس سنوات (متوسطة الأجل) مع قسمين (كوبونات) ثابتة سنوية بنسبة 7%؛ انظر الجدول (02-03) أدناه. على جانب الأصول من محفظته، يقدم البنك قروضاً تجارية وصناعية؛ يتم ربط أسعارها بالتغييرات السنوية في سعر الفائدة المعروض بين البنوك في لندن (LIBOR).

**شرح معنى الليبور (LIBOR):** كل أيام الأسبوع في حوالي الساعة الحادية عشرة صباحاً، يقوم ثمانية عشر بنكاً من البنوك الكبيرة، تحت إشراف جمعية المصارف البريطانيين (British Bankers' Association)، بإبلاغ سعر الفائدة الذي يمكنهم من اقتراض مبلغ "معقول" من الدولارات من بعضها البعض في ظل ما يطلق عليه سوق المعاملات بين بنوك لندن. وتبلغ هذا البنك أسعار الفائدة على الاقتراض لخمسة عشر أجل استحقاق مختلفة تتراوح بين القروض لليلة واحدة إلى القروض لمدة عام. وتتولى وكالة الأنباء "تومسون رويتز" جمع أسعار الفائدة المبلغة من هذه البنوك نيابة عن مجموعة المصارف، وتطرح جانباً أعلى وأدنى أربعة أسعار، وتحسب متوسط البقية. وبعد ذلك تعلن الوكالة متوسط السعر الذي قالت البنوك إنه يمكنها الاقتراض به لكل أجل من آجال الاستحقاق الخمسة عشرة.

وُتُجْرَى هذه العملية كذلك على تسع عملات أخرى. ويُطلق على المتوسط (الذي غالباً ما يُشار إليه صيغة المفرد وإن كان هناك 150 سعر فائدة) "سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن" (ليبور). وهذا السعر هو أحد أفضل أسعار الفائدة المعروفة وأهبها على مستوى العالم (كيف، 2012).

#### الجدول(02-03): الميزانية العامة للبنك التجاري والصناعي

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
50 مليون دولار	السندات متوسطة الأجل (الكونيونات) ثابتة بنسبة 7% سنويًا	50 مليون دولار	قروض تجارية وصناعية (السعر المقيد بـ LIBOR)

المصدر: (Saunders & Cornett, 2012, p. 236)

نتيجة لوجود قروض بسعر فائدة متغير وودائع ذات معدل فائدة ثابت في هيكل الأصول والخصوم، فإن البنك التجاري والصناعي معرض لمخاطر أسعار الفائدة. على وجه التحديد، إذا انخفضت أسعار الفائدة، ينخفض دخل البنك من الفوائد، لأن عائد الفائدة المتغير على القروض (الأصول) سينخفض بالنسبة إلى التكلفة الثابتة لأمواله (الخصوم). لحماية دخل البنك من مخاطر أسعار الفائدة هذه، سيخرج البنك من الميزانية العامة وبيع مقايضة أسعار الفائدة (أي الدخول في اتفاقية مقايضة لجعل جانب الدفع بسعر متغير من اتفاقية المبادلة).

الطرف الثاني من المبادلة في هذا المثال هو بنك التوفير الذي استثمر 50 مليون دولار في أصول الرهن العقاري السكنية ذات معدل الفائدة الثابت ذات الاستحقاق الطويل. لتمويل محفظة الرهن العقاري السكنية، كان على بنك التوفير الاعتماد على شهادات إيداع قصيرة الأجل بمتوسط مدة سنة واحدة؛ أنظر الجدول (03-03) أدناه. عند الاستحقاق، يجب "ترحيل" شهادات إيداع قصيرة الأجل بسعر السوق الحالي. وبالتالي، فإن هيكل الميزانية العامة للأصول والخصوم لبنك التوفير هو عكس هيكل البنك التجاري والصناعي؛ أي إذا زادت أسعار الفائدة، تزداد مصاريف الفائدة لبنك التوفير. نظراً لأن أصولها (الرهون العقارية) هي معدّل ثابت، في حين أن مطلوباتها (الودائع) متغيرة، وهكذا ينخفض صافي دخل بنك التوفير. لذا سيقوم بنك التوفير بالتحوط من التعرض لمخاطر أسعار الفائدة عن طريق الخروج من الميزانية العامة وشراء مقايضة (أي، يمكن لبنك التوفير الدخول في اتفاقية مقايضة لجعل جانب الدفع بسعر الفائدة الثابت لاتفاقية المبادلة).

### الجدول(03-03): الميزانية العامة لبنك التوفير

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
50 مليون دولار	شهادات إيداع قصيرة الأجل (سنة واحدة)	50 مليون دولار	الرهون العقارية ذات الفائدة الثابتة

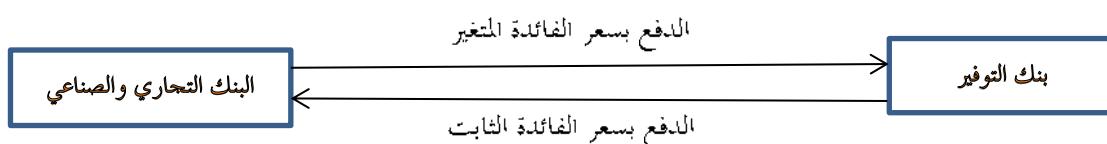
(Saunders & Cornett, 2012, p. 237)

توفر الميزانية العامة المتعارضة ومخاطر التعرض لمخاطر الفائدة للبنك التجاري والصناعي وبنك التوفير الشروط الالزامية لاتفاقية مبادلة أسعار الفائدة بين الطرفين. يمكن ترتيب اتفاقية المبادلة هذه مباشرة من قبل الطرفين نفسيهما (عن طريق الاتصال الهاتفي المباشر). ومع ذلك، فمن المحتمل أن تعمل مؤسسة مالية ثالثة؛ مثلاً بنك تجاري آخر أو بنك استثمار، وإما عن طريق وسيط أو وكيل، ويتلقى رسوماً (تمثل إحدى الطرق التي تعكس بها الرسوم في فروق أسعار العرض والطلب. على سبيل المثال ، يمكن للبنك إما إجراء مدفوعات بسعر ثابت "شراء مقايضة" أو تلقي مدفوعات بسعر ثابت "بيع مقايضة". بشكل عام ، يتم تحديد السعر الثابت لبيع المقايضة بخمسة أعلى من السعر الثابت للشراء).

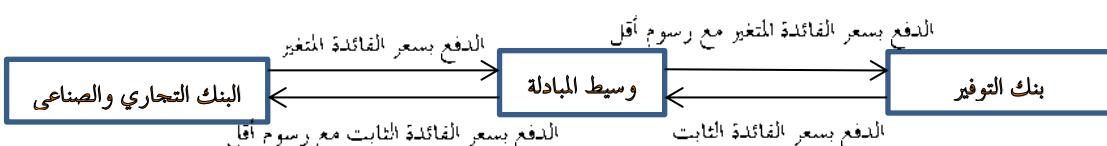
لتوحيد الطرفين أو التوسط بشكل كامل من خلال قبول التعرض لمخاطر الائتمان وضمان التدفقات النقدية الكامنة وراء عقد المبادلة. نوضح معاملات المبادلة هذه في الشكل (04-03) أدناه.

### الشكل (04-03): صفة عقد المبادلة

الترتيب المباشر لعقد المبادلة:



تم ترتيب المبادلة بواسطة وكيل تابع لجهة خارجية ( وسيط مبادلة):



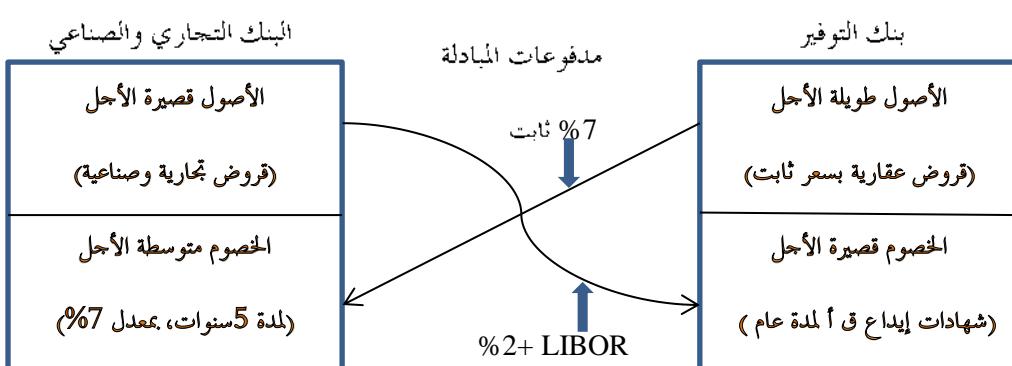
(Saunders & Cornett, 2012, p. 337)

من خلال العمل بصفتها كوكيل في ترتيب عقد المبادلة، يمكن للمؤسسة المالية التابعة للطرف الثالث ( وسيط المبادلة) إضافة علاوة مخاطر الائتمان إلى الرسوم . ومع ذلك؛ فإن التعرض لمخاطر الائتمان من المبادلة لمؤسسة مالية أقل إلى حد ما من التعرض لمخاطر القرض من الناحية النظرية، عندما تقوم مؤسسة مالية تابعة لطرف ثالث بالتوسط الكامل في المبادلة، فإن تلك المؤسسة تدخل حقاً في اتفاقية مبادلة منفصلتين (في هذا المثال، واحدة مع البنك التجاري والصناعي والأخرى مع بنك التوفير).

قد تملأ اتفاقية المبادلة التي تم ترتيبها أن يرسل بنك التوفير مدفوعات ثابتة بنسبة 7% سنوياً من القيمة الافتراضية البالغة 50 مليون دولار للمبادلة إلى البنك التجاري والصناعي، كل عام لمدة خمس سنوات، للسماح للبنك التجاري والصناعي بالتعويض الكاملة لمدفوعات الفائدة على الكوبونات التي أصدرها. في المقابل، يرسل البنك التجاري والصناعي مدفوعات بسعر الفائدة السائد بين البنوك (ليبور) لعام واحد، لمدة خمس سنوات، لمساعدة بنك التوفير على تعويض إعادة تمويل شهادات الإيداع قصيرة الأجل القابلة للتحديد لمدة عام واحد بشكل أفضل.

لنفترض أن البنك التجاري والصناعي وافق على إرسال مدفوعات سنوية لبنك التوفير في نهاية كل عام متساوية لـ LIBOR لسنة واحدة زائد 2% (تعتبر أقل تكلفة يمكن للبنك التجاري والصناعي من خلالها تحويل التزاماته ذات السعر الثابت إلى التزامات بسعر متغير). نوضح معاملة مبادلة السعر الثابت بالسعر المتغير في الشكل (05-03) أدناه.

**الشكل (05-03): مبادلة السعر الثابت بالسعر المتغير**



المصدر: (Saunders & Cornett, 2012, p. 338)

كنتيجة للمبادلة؛ قام البنك التجاري والصناعي بتحويل سندات الالتزام ذات المعدل الثابت لمدة خمس سنوات إلى التزام متغير السعر يتاسب مع تغير العوائد على القروض التجارية والصناعية الخاصة به. علاوة على

ذلك، من خلال مبادلة أسعار الفائدة، يدفع البنك التجاري والصناعي فعلياً سعر الليبور بالإضافة إلى 2% لتمويله. كما قام بنك التوفير بتحويل شهادات الإيداع قصيرة الأجل الخاصة به ذات المعدل المتغير إلى مدفوعات ذات معدل ثابت مماثلة لتلك المستلمة على الرهون العقارية ذات السعر الثابت (Saunders & Cornett, 2012, pp. 336-338).

مثال (02): اتفق بنكان على أن يدفع أحدهما للأخر فائدة ثابتة قدرها 5% عن مبلغ قدره مليون دج مثلاً، على أن يدفع البنك الثاني للبنك الأول الفائدة السائدة في السوق عن مثل هذا المبلغ كل ستة أشهر (180 يوماً)، وذلك لمدة خمس سنوات، فإذا كان معدل الفائدة السائد في نهاية الفترة الأولى 7%， فهذا يعني أن على البنك الثاني أن يدفع للبنك الأول الفرق بين المعدلين، ويمكن حساب ذلك على النحو الآتي:

$$\text{أ- التزام البنك الأول: } \frac{0.05 \times 1000000 \times 180}{360} = 25000$$

$$\text{ب- التزام البنك الثاني: } \frac{0.07 \times 1000000 \times 180}{360} = 35000$$

$$\text{الفرق: } 35000 - 25000 = 10000 \text{ DA}$$

أما لو كان معدل الفائدة السائد في نهاية الشهر أقل من 5%， كان كأن 4% فإن الذي يدفع الفرق هو البنك الأول.

على أن مبادلة أسعار الفائدة لا تقتصر على الصورة السابقة، بل هي صور متعددة، فقد تمثل في مبادلة معدل فائدة متغيرة لأجل ثلاثة أشهر، بمعدل فائدة متغيرة لأجل ستة أشهر، وقد تمثل في مبادلة معدل فائدة بعملة معينة بمعدل فائدة بعملة أخرى (آل فواز، 2010، صفحة 115).

**2.2. مبادلة العملات: Currency Swaps:** مبادلة العملة أو مبادلة العملات الأجنبية هي تبادل لتدفق دفع بعملة واحدة مع تدفق دفع بعملة مختلفة، يكون كل تدفق دفع معادلاً للمدفوعات على سند نقطي<sup>6</sup> أو قرض بسعر ثابت. يتم تبادل مدفوعات الفائدة والسداد النهائي للقيمة الاسمية. كما أن جميع المدفوعات معروفة مقدماً بالعملة المحددة. ومع ذلك، فإن القيمة المقابلة بعملة واحدة للدفع الثابت بالعملة الأخرى تختلف باختلاف سعر الصرف. عادة ما يكون أجل مبادلات العملات بين 5 و 10 سنوات. تُستخدم مبادلات العملات للتحوط من مخاطر أسعار الصرف طويلة الأجل وأيضاً للمضاربة في تغير معين في سعر الصرف.

<sup>6</sup>- يُعرف السند النقطي بأنه نوع من السندات غير القابلة للاستدعاء؛ حيث يتم دفع الفائدة من خلال مدفوعات دورية والبالغ الأساسي عند الاستحقاق من خلال دفعه واحدة..

بالنسبة لأسعار الفائدة، غالباً ما يُنظر إلى حجة الميزة النسبية فيما يتعلق بمبادلات العملات. (Munk, 2018, p. 417).

**مثال (01):** تتمتع شركة الخطوط الجوية الدنماركية Danish Airways بدخل ثابت بالدولار الأمريكي (USD). وتخطط للحصول على قرض لمدة 5 سنوات بقيمة 1.000.000 دولار أمريكي مما سيقلل من صافي دخلها بالدولار؛ وبالتالي تعرض صافي دخلها لسعر الصرف بين الدولار الأمريكي والكرونة الدنماركية (DKK). من ناحية أخرى؛ تزيد شركة Gamma Airlines ومقرها الولايات المتحدة الحصول على قرض لمدة 5 سنوات بقيمة 5.500.000 كرونة دانمركية. نفترض أن سعر الصرف الحالي هو 5.50 كرونة دانمركية لكل دولار أمريكي. يتم تقديم الشركات بأسعار الفائدة الموضحة في الجدول (04-03) أدناه.

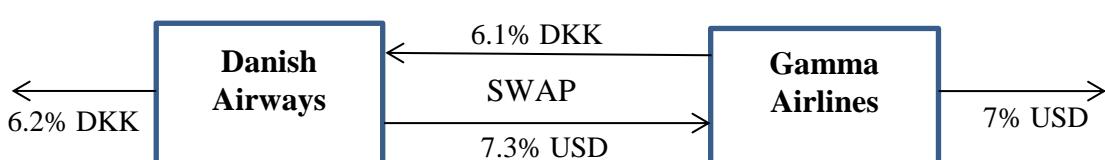
#### الجدول (04-03): أسعار الفائدة المعروضة في المثال

الشركة	قرض بالدولار الأمريكي	قرض بالكرونة الدنماركية
Danish Airways	% 6.2	% 7.6
Gamma Airlines	% 6	% 7

المصدر: (Munk, 2018, p. 417)

تتمتع الخطوط الجوية الدنماركية Danish بميزة نسبية في القروض المقومة بالكرونة الدنماركية، بينما تتمتع خطوط Gamma الجوية بميزة نسبية في القروض المقومة بالدولار الأمريكي. تتفق الشركتان على أن تفترض الخطوط الجوية الدنماركية 5.500.000 كرونة دانمركية بسعر فائدة 6.2%؛ وافتراضت شركة Gamma Airlines 1.000.000 دولار أمريكي بنسبة 7%. تبادل الشركات العائدات على الفور وتوافق كذلك على مبادلة العملات الموضحة في الشكل (06-03) أدناه.

#### الشكل (06-03): مقايضة العملات باستخدام المزايا النسبية



المصدر: (Munk, 2018, p. 418)

وفقاً لاتفاقية التبادل، تدفع الخطوط الجوية الدنماركية فائدة 7.3% على قرض بقيمة 1.000.000 دولار أمريكي لشركة Gamma Airlines. في المقابل، تدفع شركة Gamma Airlines فائدة بنسبة 6.1% في قرض بقيمة 5.500.000 كرونة دانمركية إلى الخطوط الجوية الدنماركية.

في المجموع، تدفع الخطوط الجوية الدنماركية فائدة صافية بنسبة 0.1% على 5.500.000 كرونة دانمركية و 7.3% فائدة على 1.000.000 دولار أمريكي. يبدو هذا أفضل من الفائدة المعروضة 7.6% على قرض بقيمة 1.000.000 دولار أمريكي. كما تحصل Gamma Airlines على فائدة صافية 0.3% على 1.000.000 دولار أمريكي وتدفع فائدة بنسبة 6.1% على 5.500.000 كرونة دانمركية، والتي تبدو أكثر جاذبية من دفع 6.0% المعروضة على قرض بقيمة 5.500.000 كرونة دانمركية. ومن ثم يبدو أن كلتا الشركتين تحصلان على قرض أرخص مما عرض عليهما. ومع ذلك، فإن كلاهما معرض لمخاطر أسعار الصرف لأن سعر صرف الكرونة الدنماركية مقابل الدولار الأمريكي قد يتغير بشكل غير متوقع.

غالباً ما يتم التخلص من تعرض الشركات لسعر الصرف من خلال إشراك وسيط مستعد لتحمل مخاطر سعر الصرف إذا تم تعويضه بشكل كاف. الوسيط عادة ما يكون بنكاً أو مؤسسة مالية كبيرة أخرى. يوضح الشكل (07-03) أدناه مثالاً مثل هذا الترتيب الذي يتضمن حقاً مبادلين: أحدهما بين الخطوط الجوية الدنماركية وال وسيط، والأخر بين شركة Gamma Airlines وال وسيط.

**الشكل (07-03): مقايضة العملات بالاعتماد على الوسيط**



(Munk, 2018, p. 418)

في المجموع، تحصل الخطوط الجوية الدنماركية على قرض بالدولار الأمريكي بمعدل فائدة 7.5%， بينما تحصل شركة Gamma Airlines على قرض بالكرونة الدانمركية بنسبة 5.9%. توفر كلتا الشركتين 0.1 نقطة مئوية بالنسبة إلى سعر الفائدة المعروض أصلاً بالعملة المرغوبة. يتلقى الوسيط فائدة صافية قدرها 0.5% من 1.000.000 دولار أمريكي ويدفع صافي فائدة بنسبة 0.3% على 5.500.000 كرونة دانمركية. كما يتحمل الوسيط مخاطر سعر الصرف بالكامل، ولكنه قد يقرر بعد ذلك التحوط جزئياً أو كلياً لهذه المخاطر من خلال معاملات أخرى.

يمكن انتقاد دافع الميزة النسبية؛ من خلال السؤال التالي؛ وهو لماذا فرق سعر الفائدة بين الشركتين ليس هو نفسه لجميع العملات. في المثال أعلاه قد نفترض بأن المقرضين الأمريكيين ليسوا على دراية بالشركة الدنماركية، وبالتالي تتطلب علاوة مخاطر أعلى مقارنة بالشركة الأمريكية. والعكس صحيح بالنسبة للشركة

الأمريكية، يمكن النظر إلى مبادلة العملات على أنها تبادل لستينين نقطتين بعملات مختلفة، من حيث المبدأ، من السهل تحديد قيمة مبادلة العملات. إذا كانت المبادلة تم بتلقى مدفوعات بعملتك الخاصة وتسدد مدفوعات بالعملة الأجنبية، فهذا يشبه وجود مركز طويل في سند محلي ومركز قصير في سند أجنبي. إذن القيمة في الوقت  $t$  هي:

$$V_t = B_t - S_t B_t^f$$

حيث  $B_t$  هي قيمة السند المحلي،  $B_t^f$  هي قيمة السند الأجنبي بالعملة الأجنبية، و  $S_t$  هو سعر الصرف الفوري بوحدات العملة المحلية لكل وحدة عملة أجنبية. لذلك إذا كانت الأطراف معرضة لمخاطر التخلف عن السداد، فيجب أيضاً أن تتأثر أسعار السندات بهذه المخاطر (Munk, 2018, p. 419).

**مثال (02):** اتفق شخص مع أحد البنوك على إجراء عقد مبادلة الأورو بالدولار؛ وفقاً للخطوات والشروط الآتية:

- شراء 100 أورو من البنك شراء حالاً يعقبه التسلم والتسلم، على أساس سعر الصرف الحالي، وقدره: 1.5 دولار لكل واحد أورو  $1.5 \times 100 = 150$  دولار.
- إعادة بيع الأورو (في الوقت نفسه) بالدولار من البنك نفسه، على أساس سعر الصرف الآجل، وقدره 1.30 دولار لكل 01 أورو، على أن يتم تسليم الأورو ، وتسلم الدولار بعد ثلاثة أشهر من تاريخ العقد  $1.30 \times 100 = 130$  دولار.

نلاحظ في هذا المثال أن سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحالي، وليس ذلك بلازم، فقد يكون أكثر منه، وإنما يرجع ذلك إلى مقدار معدل الفائدة على الإقراض والإيداع بالنسبة لكلاً من الطرفين. كما قد يكون سعر الصرف الآجل مماثلاً لسعر الصرف الحالي (آل فواز، 2010، صفحة 116).

**3.2. مبادلة السلع Commodity Swaps:** في مبادلة السلع، يعتمد تبادل المدفوعات من قبل الأطراف المقابلة على قيمة سلعة مادية معينة. تشمل السلع المادية المعادن الثمينة؛ والمعادن الأساسية؛ ومخازن الطاقة (مثل الغاز الطبيعي أو النفط الخام)؛ والأغذية (ما في ذلك اللحوم والقمح والماشية). ومعظم مبادلات السلع تشتمل على النفط.

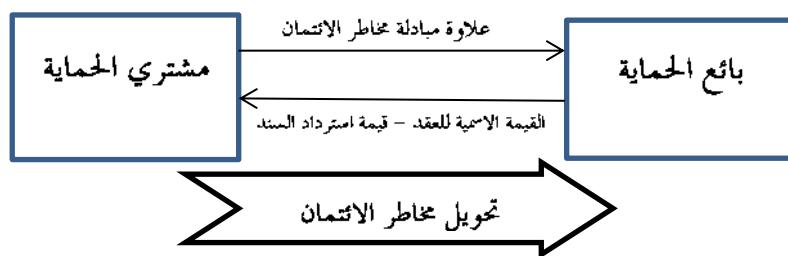
مثال: نفترض أن الطرفين المتقابلين لاتفاقية مبادلة السلع هما شركة Comfort Airlines وهي شركة طيران تجارية؛ وشركة Prebon Energy (شركة طاقة). المبلغ النظري للعقد هو مليون برميل من النفط الخام كل عام والعقد لمدة ثلاثة سنوات. سعر المبادلة هو 40 دولاراً للبرميل. في كل عام على مدى السنوات الثلاث المقبلة،

توافق شركة Comfort Airlines على شراء مليون برميل من النفط الخام مقابل 40 دولاراً للبرميل. لذلك، تدفع شركة Comfort Airlines كل عام 40 مليون دولار لشركة Prebon Energy (أي 40 دولار للبرميل مضروبة في مليون برميل) وتتلقي مليون برميل من النفط الخام. الدافع لشركة Comfort Airlines لاستخدام مبادلة السلع هو أنها تسمح للشركة بثبتت سعر مليون برميل من النفط الخام بسعر 40 دولار للبرميل بغض النظر عن ارتفاع أسعار النفط الخام خلال السنوات الثلاث المقبلة. (DRAKE & FABOZZI, 2010, p. 378)

**4.2 مبادلة مخاطر الائتمان (التخلف عن سداد الديون) (CDS):** هي عقد مشتق ثانوي يتفق فيه طرفان على تبادل قسيمة ثابتة مقابل دفعه مشروطة لمرة واحدة عند وقوع حدث ائتماني على شركة أو مؤسسة حكومية محدد مسبقاً.

من خلال مبادلات التخلف عن سداد الديون يمكن تحويل مخاطر فقدان القيمة الإسمية لأداة الدين الأساسية للشركات أو الحكومة من طرف إلى طرف آخر. ذلك أنه يشبه عقد التأمين؛ حيث يدفع مشتري الحماية قسطاً (أو قسيمة) لبائع مبادلات الائتمان من أجل الحصول على حماية ضد حدث ائتماني لمصدر الدين الأساسي. بعد الحدث الائتماني، تتوقف مدفوعات الأقساط. وبناء على ذلك؛ يقوم بائع الحماية بدفع القيمة الإسمية للعقد مطروحاً منه قيمة استرداد السند المتعثر (والذي قد يكون صفرًا) - (استرداد متساوي) - كما هو موضح في الشكل (03-08) أدناه.

الشكل (03-08): آلية مبادلة التخلف عن سداد الائتمان



المصدر: (Chatterjee, 2014, p. 238)

يعتبر عقد مبادلة الائتمان الأساسي إلى حد كبير آلية تحويل مخاطر الائتمان البحتة التي تعزل مخاطر الائتمان عن مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر الصرف الأجنبي، ومخاطر الدفع المسبق، وما إلى ذلك. (Chatterjee, 2014, p. 238)

في السنوات الأخيرة؛ كانت أسرع أنواع المبادلات نمواً هي تلك التي تم تطويرها للسماح للمؤسسات المالية بالتحوط بشكل أفضل من مخاطر الائتمان، أو ما يسمى بمبادلات الائتمان أو مبادلات التخلف عن السداد. في

عام 2000، بلغ إجمالي رأس المال الاسمي للبنوك التجارية لعقود المشتقات الائتمانية القائمة 426 مليار دولار. بحلول مارس 2008، ارتفع هذا المبلغ إلى 16.44 تريليون دولار، قبل أن ينخفض إلى 13.44 تريليون دولار في عام 2009 خلال الأزمة المالية؛ منها 13.30 تريليون دولار، عبارة عن مبادلات ائتمانية.

كما أن هناك نوعان من مبادلات الائتمان هما مبادلات العائد الإجمالي و مبادلات الائتمان الحالصة. تتضمن مبادلة العائد الإجمالي مبادلة التزام بدفع فائدة بسعر ثابت أو متغير محدد للمدفوعات التي تمثل إجمالي العائد على القرض (تغيرات القيمة الأساسية والفائدة) مبلغ محدد. بينما يمكن استخدام مبادلات العائد الإجمالي للتحوط من التعرض لمخاطر الائتمان، إلا أنها تحتوي على عنصر مخاطر أسعار الفائدة بالإضافة إلى مخاطر الائتمان. على سبيل المثال، إذا تغير السعر الأساسي للقرض، فإن صافي التدفقات النقدية على إجمالي مبالغ العائد سيتغير أيضاً على الرغم من أن مخاطر الائتمان للقروض الأساسية لم تتغير. ولاستبعاد العنصر الحساس "سعر الفائدة" من إجمالي مبادلات العائد، تم تطوير مقايسة بدائلة تسمى مبادلة الائتمان الحالصة. في هذه الحالة؛ سيرسل مقرض المؤسسة المالية (كل فترة مبادلة) رسوماً ثابتة أو دفعه (مثل قسط التأمين) إلى الطرف المقابل. إذا لم يتحلف قرض أو قروض المؤسسة المالية عن السداد، فلن يحصل على أي استرداد من الطرف المقابل. ومع ذلك، في حالة تخلف القرض أو القرض عن السداد، سيغطي الطرف المقابل خسارة التخلف عن السداد عن طريق سداد دفعه افتراضية غالباً ما تساوي القيمة الاسمية للقرض الأصلي مطروحاً منها القيمة السوقية الثانوية للقرض المتأخر عن السداد. وبالتالي، فإن مبادلة الائتمان الحالصة تشبه شراء تأمين الائتمان أو خيار ائتمان متعدد الفترات.

تعتبر البنوك التجارية أكبر المشترين الرئيسيين للحماية من مخاطر الائتمان من خلال مبادلات الائتمان، وتعتبر شركات التأمين أكبر البائعين للحماية من مخاطر الائتمان. وبالتالي، هم أكثر استعداداً من البنوك لتحمل مخاطر الائتمان. والنتيجة هو أن الوسيط المالي الذي يتحمل مخاطر الائتمان لقرض ما مختلف غالباً عن الوسيط المالي الذي أصدر القرض.

تعتبر مبادلات الائتمان مهمة لسبعين. أولاً؛ لا يزال من المرجح أن تسبب مخاطر الائتمان في فشل الوسيط المالي أكثر من مخاطر أسعار الفائدة أو مخاطر الصرف الأجنبي. ثانياً؛ تسمح مبادلات الائتمان للمؤسسات المالية بالحفاظ على علاقات إقراض طويلة الأجل مع العملاء دون تحمل التعرض الكامل لمخاطر الائتمان من تلك العلاقات. كما تسمح المشتقات الائتمانية، مثل مبادلات التخلف عن السداد، للمؤسسات المالية بفصل التعرض لمخاطر الائتمان عن عملية الإقراض نفسها. يعني أنه يمكن للمؤسسات المالية تقييم الجدارة الائتمانية

لقد مي طلبات الحصول على القروض، وإنشاء القروض، وقروض التمويل، وحتى مراقبة القروض وخدمتها دون الاحتفاظ بالعرض للخسارة من الأحداث الائتمانية، مثل المدفوعات المتعثرة أو الضائعة. هذا الفصل بين المخاطر ونشاط الإقراض يسمح للسوق بتحويل المخاطر بكفاءة عبر الأطراف المقابلة. ومع ذلك، فإنه ينخفف أيضاً من الحواجز لتنفيذ كل خطوة من خطوات عملية الإقراض بعنابة (Saunders & Cornett, 2012, p. 340).

في عام 2009، تم تقديم عقددين موحدين رئيسيين لغالبية كبيرة من معاملات مبادلة سداد الائتمان: عقد شركة أمريكا الشمالية القياسي (SNAC) the Standard North American Corporate (STEC) the Standard European Corporate (STEM) the Standard Emerging Market (STEM) قبل اتفاقيات 2009؛ كان يتم تداول سوق مقاييس التخلف عن السداد على أساس المساواة حيث تتفق الأطراف المقابلة عند بداية التجارة على مستوى قسيمة ثابت يجعل صافي القيمة الحالية للعقد صفرًا، تماماً مثل مقايضة سعر الفائدة بالدولار الأمريكي. كما تم اختيار تواريخ استحقاق هذه العقود من قبل الأطراف المقابلة نفسها. وكان هذا سوقاً خارج البورصة بالكامل حتى إدخال SNAC و STEC. كما أن أحد الدوافع الرئيسية لهذا التوحيد هو نقل عقود مبادلات التخلف عن السداد إلى البورصات. وتعتبر جميع العقود المالية في البورصات موحدة، لذا كانت SNAC هي الخطوة الأولى في هذا الاتجاه. وتعتبر مخاطر الائتمان للطرف المقابل من المخاطر الرئيسية في عقد مقايضة الائتمان.

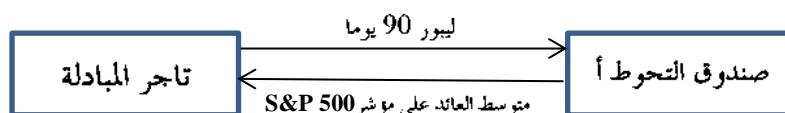
لدى كل من SNAC و STEC شروط لـ CDS وتعتبر موحدة، مثل القسمات الثابتة وتاريخ الاستحقاق الثابتة وتاريخ دفع القسيمة. تعتمد قسمات أمريكا الشمالية على 100 نقطة أساس أو 500 نقطة أساس. الكوبونات الأوروبية هي 25 نقطة أساس أو 100 نقطة أساس أو 500 نقطة أساس أو 1000 نقطة أساس. لذلك، فإن معظم مبادلات الديون المتحصلة ليس لها قيمة حالية (PV) تبلغ صفر في البداية ، لأن فارق السعر الأساسي في السوق لا يتتطابق مع انتشار قسيمة العقد. لذلك، في بداية معظم العقود يتم دفع دفعة مقدمة من قبل طرف مقابل إلى الآخر للتغويض عن PV غير صفرية (Chatterjee, 2014, p. 239).

**5.2. مبادلة عوائد الأسهم (Equity Swaps):** مبادلات عوائد الأسهم لها طرفان: طرف متعلق بسعر الفائدة (عادة الليبور) وطرف متعلق بالأوراق المالية، مرتبط بعائد مؤشر الأسهم أو السوق. تشمل شروط المبادلة الأصل الافتراضي والمدة وتدفق المدفوعات (Jenwittayaroje, 2016, p. 30).

كما عُرف عقد مبادلة عوائد الأسهم بأنه: الاتفاق بين طرفين على المقابلة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم، أو أصل مالي آخر. وهذا يعني أن المبادلة لا تتم على نفس الأسهم، وإنما تتم بين معدل العائد لسهم ما، كأسهم شركة ما، وبين معدل العائد لسهم آخر، أو لمجموعة من الأسهم، كالأسهم المتداولة في سوق ما، أو بين معدل العائد لسهم ما، وبين سعر الفائدة السائدة في تاريخ محدد (آل فواز، 2010، صفحة 118).

**مثال (01):** مبادلة حقوق الملكية: عوائد الأسهم مقابل معدل متغير. في 1 أبريل، دخل صندوق التحوط أ، في مبادلة أسهم مدتها 3 سنوات. كل ثلاثة أشهر، يدفع صندوق التحوط أ، متوسط عائد S&P 500 مقابل 90 يوماً من الليبور (90/360).

### الشكل (09-03): آلية مبادلة عوائد الأسهم مقابل معدل متغير



المصدر: (Jenwittayaroje, 2016, p. 30)

نفترض أن رأس المال الافتراضي 40 مليون دولار أمريكي. كما نفترض أنه في الأول من أبريل (عند التأسيس)، بلغ مؤشر S & P500 1150 بينما بلغ سعر ليبور لمدة 90 يوماً 1.50%. في 1 جويلية، سيدفع صندوق التحوط أ (أو يتلقى إذا كان المبلغ سالباً):

$$\text{USD}40M \times [\text{S&P 500 return}(04/01 \text{ to } 07/01) - 0.0150 \times 90/360]$$

$$\text{إذا كان S&P 500 في 1 جويلية هو 1165؛ العائد} = 0.0130 = 1 - (1150/1165)$$

ستكون الدفعة: 0.37 مليون دولار أمريكي؛ أي:

$$\text{USD}40M \times [0.0130 - 0.0150 \times 90/360] = \text{USD } 0.37M$$

وهكذا في 1 جويلية، يتم تعين LIBOR لفترة 90 يوماً الموالية أي: (من 07/01 إلى 10/01)، وتستمر دفعات صندوق التحوط أ للتاجر المبادلة.

إذن مبادلة عوائد الأسهم بصفة عامة تكون كما يلي:

- مبادلة عوائد الأسهم مقابل معدل ثابت؛ مثلاً (S & P500 مقابل 2%).
- مبادلة عوائد الأسهم مقابل عائد آخر على عوائد الأسهم؛ مثلاً (NASDAQ S & P500 مقابل .).
- مبادلة عوائد الأسهم مقابل عائد الأسهم الأجنبية؛ مثلاً (FTSE S & P500 مقابل .).

- مبادلة عوائد الأسهم مع تغير الأصل الافتراضي (المعاد استثمارها).

كما يمكن طرح السؤال التالي: لماذا تقوم بمبادلة عوائد الأسهم؟ يمكن الإجابة على ذلك كما يلي:

- لتجنب تكاليف المعاملات والضرائب.

- لتجنب الحدود القانونية (الموامش وضوابط رأس المال) والقواعد المؤسسية.

- للاحتفاظ بعوائد الأسهم (وأسمهم التصويت) دون المحاطرة بعوائد الأسهم (Jenwittayaroje, 2016, p. 31).

**مثال (02):** اتفق شخصان على أن يدفع أحدهما للأخر (بعد ثلاثة أشهر) معدل العائد على الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، الذي يظهره مؤشر السوق، على مبلغ متفق عليه، مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل العائد على الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

إذا كان معدل العائد على الأسهم المتداولة في سوق الكويت، في التاريخ المتفق عليه، 5%， وكان معدل العائد على الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي 6.5%， وكان المبلغ المتفق عليه الذي يخرج منه المعدل 5.000.000 ريال، فإنه تتم تسوية الصفقة بين الطرفين على النحو الآتي (آل فواز، 2010، صفحة 119):

- يدفع الطرف الأول للثاني:  $500000 \times 0.05 = 250000$  ريال

- يدفع الطرف الثاني للأول:  $500000 \times 0.065 = 325000$  ريال

وهذا يعني أن على الطرف الثاني أن يدفع للأول الفرق، وقدره:

$$75000 = 250000 - 32500$$

## الفصل الرابع:

# عمليات البورصة

أهداف التعلم: الكفاءات المستهدفة لهذا الفصل: بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل؛ سوف تكون قادرًا على اكتساب المعرف والمهارات التالية:

**الأهداف العامة:**

أن يفهم الطالب سير عمليات البورصة.

**الأهداف الخاصة:**

1. أن يتعرف الطالب على شروط إقامة بورصة فعالة.
2. أن يفهم الطالب وظائف البورصة بالنسبة للإقتصاد الكلي والإقتصاد الجزئي.
3. أن يتعرف الطالب على الهيكل التنظيمي للبورصة وكيفية عملها.
4. أن يتعرف الطالب على سماسة ووسطاء البورصة.
5. أن يفهم الطالب قواعد وإجراءات التعامل في البورصة.
6. أن يتعرف الطالب على بورصة الجزائر؛ وكيفية تنظيمها وسيرها.

تمهيد: كثير من المدخرين يودون لو أثمن استثمروا أموالهم في الأوراق المالية؛ إلا أنهم يتوجسون خيفة من تقلبات أسعارها ويتهمون أسواقها، وتحيط بالكثير منهم الجهالة بماهيتها؛ وأساليب التعامل فيها، حتى لقد ذهب أحد الكتاب الانجليز في مقدمة لإحدى مؤلفاته إلى القول:

« I am to speak of what all people are busy about, but not one in forty understands<sup>7</sup> »  
 فإذا كانت الشعوب الأوروبية التي نشأت البورصات في أحضانها لا تتجاوز نسبة العارفين بماهيتها 2.5% فلا غرابة إن أدار لها الناس ظهورهم وتوجسوا خيفة منها في البلاد حديثة العهد بما (رضوان ، 1996، صفحة 130).

لذا سوف نتطرق في هذا الفصل إلى شروط إقامة بورصة فعالة؛ وكذلك نتطرق للهيكل الإداري للبورصة وكيفية عملها، ونعرف على سماسة ووسطاء البورصة، وقواعد وإجراءات التعامل في البورصة، كما نأخذ مثال عن حالة بورصة الجزائر؛ وكيفية تنظيمها وسيرها.

I. شروط إقامة بورصة فعالة: تلعب البورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دورا حيويا، إذ تدور فيها أكبر الصفقات التجارية؛ والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد، ولها دور حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار. ومن أجل إقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لا بد من توفر الشروط الآتية فيها (البرواري، 2002، الصفحات 41-43):

أولا: وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.  
 ثانيا: سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء. وذلك بأن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.  
 ثالثا: وجود الاستقرارية والتنظيم فيها. فلا بد أن تكون البورصة سوقا مستمرة، وذلك من خلال الأمور الآتية:

- وجود عدد كاف من المتعاملين فيها؛ يضمن الاستقرارية فيها من ناحية والاستقرار من ناحية أخرى، لأنها يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة معينة من المتعاملين.
- وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.
- إجراء عمليات كبيرة ومتكررة.
- تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة فيها، عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة المتعاملين فيها. وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها.

<sup>7</sup> - Stock and shares, Hartley Withers Hardcover, 1 Jan. 1914, LONDON.

ولا بد أن تكون البورصة سوقاً منظمة أيضاً، لأن غياب التنظيم معاناة للمتعاملين فيها؛ مما يترتب عليه العديد من المشاكل منها: مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة؛ مشكلة الرقابة والإفصاح المالي عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة؛ مشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة محل التداول؛ ومشكلة تحديد العمولة والمصاريف الأخرى.

رابعاً: وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية؛ مثل بيوت الإصدار والسماسرة، حيث تقوم هذه المؤسسات بما يلي:

- تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم.
- استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم، حيث أن ما لديهم من أموال قد لا تكفي لتكوين محفظة أوراق مالية (Portfolio)، أو أن وقتهم لا يسمح لهم بذلك.
- تسهيل وتسريع عمليات التداول والبت فيها.

- ايجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء وبكميات كبيرة.

خامساً: أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي تجري التعامل فيها، وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق وإمكانية استيعاب هذه المعلومات.

سادساً: وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، وهذا لحماية المتعاملين من المخاطر؛ ومحاسبة من يخرج عن الإطار القانوني.

سابعاً: النمطية؛ وذلك يجعل جميع القيود والمعاملات في السوق بنمط واحد (Standardization)، والتنمية هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.

وتقاس عادة فاعلية أية بورصة بالمقاييس التالية:

- مقياس السرعة الفائقة التي تم بها المعاملات.
- مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.
- مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

**II. وظائف البورصة بالنسبة للاقتصاد الكلي والجزئي:** من خلال وجود البورصة في أغلب بلدان الاقتصاديات المتقدمة وبلدان الاقتصاديات الناشئة؛ فإننا نرى أنها ما قامت إلا لتؤدي وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي عن طريق تنمية واستثمار الأموال وتسييل الأوراق المالية.

**1. دور البورصة بالنسبة للاقتصاد الكلي:** تؤدي البورصة عدة وظائف بالنسبة للاقتصاد الكلي؛ يمكن إجمال

أهمها فيما يلي (البرواري، 2002، صفحة 45):

- إيجاد سوق مستمرة وحرة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث يمكن جمهور المعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر. حيث يكون في وسع المعامل في أي وقت تسليم أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.

- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايدة (Auction market)، حيث تحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب. ويتم نشرها من قبل إدارة السوق، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات؛ فالبورصة تحول مدخرات الأفراد والاستثمارات إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لتمكن مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد. كما تمول البورصة الشركات بالخدمات التي تساعدها على التوسيع عندما تريده ذلك.

- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، والتي من بينها البنوك والمؤسسات المالية والشركات والمؤسسات الاستثمارية؛ وهذا للمساهمة في تشجيع أعمالها.

- الحكم على كفاءة السياسة النقدية والمالية للدولة، وتعهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياسيتين النقدية والمالية؛ ليكملما بعضهما البعض بمدف التأثير في حجم الطلب الكلي؛ وبلغ المدف المشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المغيرة.

- جذب رؤوس الأموال الخارجية للمشاركة في المؤسسات المحلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

- اتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل؛ ذلك أن المؤسسات المالية تقوم بتوظيف الأموال في المشاريع الاستثمارية طويلة ومتوسطة الأجل. إلا أن هذا التوظيف لا يشمل كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة؛ فتبقي عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية بحثة، لذلك تقوم باستثمارها عن طريق البورصة على شكل أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة.

- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش الداخلي، حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود بهدف معالجة التضخم والانكماش.

**2. دور البورصة بالنسبة للاقتصاد الجزائري:** تؤدي البورصة عدة وظائف بالنسبة للاقتصاد الجزائري، يمكن إيجازها كما يلي :

- عملية تداول الأوراق المالية تنشط عملية الاستثمار والسيولة؛ ذلك أن البورصة توفر للمدخرين مكاناً لاستثمار أمواله، ومكاناً لتسليلها عند الحاجة. كما أنها توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.

- بيع الحقوق وشرائها؛ فمن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها، دون المساس بأصل الشروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومبانٍ وآلات ومعدات... إلخ.

- تعتبر البورصة مصدر تمويل للمقاولات الصغيرة التي لا تستطيع أن تنشئ مشروعها لقلة رأس المال، وكذلك تعطي فرصة للمؤسسات المتوسطة والكبيرة لشراء الأسهم والسنادات المطروحة للتداول.

- قبول الدائنين للأسماء كضمانت لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهناً لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور الآتية: مكانة المركز المالي للمؤسسة؛ كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد؛ سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة.

- التأمين ضد مخاطر تقلبات الأسعار؛ من خلال البورصة يستفيد التاجر والمنتج والصانع والمضارب من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، عن طريق عمليات التحوط أو التغطية (Hedging).

- تعطي البورصة معلومات مهمة عن الشركات ومرافقها المالية وكذلك القطاعات الاقتصادية التي تنشط فيها؛ وكذلك الأسهم والسنادات المدرجة فيها، مما يعطي للمستثمر رؤية أفضل عن كيفية تشكيل محفظته المالية؛ وهذا للتقليل من التعرض للمخاطر المالية.

**III. الهيكل التنظيمي للبورصة وكيفية عملها:** نقصد بالهيكل التنظيمي للبورصة، الهيكل الذي تتكون منه إدارة البورصة من لجان وأعضاء ومساورة ووسطاء، هذا الهيكل الذي ينظم كيفية عمل هاته اللجان والأعضاء ويرتب العلاقة بينهم؛ وفقاً لقواعد ولوائح تكفل الاستقرارية والانضباط لعمليات البورصة وسيرها بسهولة ويسر. ويعتبر هذا الهيكل قاسماً مشتركاً جل جميع البورصات في العالم.

**1. لجان البورصة:** للبورصة لجنة تكون في قمة الهرم الإداري؛ ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجنة العليا لمساعدتها في المسائل المختلفة المتعلقة بعمل البورصة.

**1.1. اللجنة العليا للبورصة:** تأتي اللجنة العليا في قمة الهرم في التنظيم الهيكلي للبورصة؛ تتكون من مكتب ولجنة فرعية ومجموعة أعضاء مختلف عددهم وطريقة تعينهم من بورصة أخرى، وتقوم بمجموعة من المهام أهمها (الخطبى، 1996، الصفحات 32-33):

- الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.

- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.

- الإشراف على الأسعار؛ كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.

- قبول السمسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

وللبورصة مكتب يتكون من رئيس ونائبه وأمين صندوق، يباشر مهام السكرتارية، وتنظيم أعمال لجان البورصة وتحديد جدول الاجتماعات، والإشراف على التواحي المالية الخاصة باللجنة.

**2.1. اللجان الفرعية للبورصة:** عند أول جلسة تعقدتها البورصة بعد كل انتخاب دوري (تحتفل دورتها من سوق آخر) تشكل لجاناً فرعية لتساعدها في تأدية وظيفتها، وتتكون هذه اللجان من ثلاثة أعضاء على الأقل، وهي مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها أمام لجنة البورصة. وقد تختلف أسماء هاته اللجان من سوق آخر؛ إلا أن المهام المنوطة بها متتشابهة إلى حد بعيد، وأهم هاته اللجان؛ ذكر ما يلي (البرواري، 2002، صفحة 52):

**أ. لجنة التأديب:** تختص بالفصل في المخالفات التي ترتكب في أثناء العمل؛ والنظر في الشكاوى المرفوعة لها.

**ب. لجنة التحكيم:** تختص بالفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبيين الرئيسيين، وكذلك المنازعات التي تقع بين هؤلاء وعملائهم.

ج. لجنة التسعيرة **Quotation Commission**: وتقوم بتحديد جدول الأسعار وتشرح في وسائل الاعلام المختلفة.

د. لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة، وفقاً لمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة.

هـ. لجنة المراقبة **Clearing Commission**: تختص بإجراء المراقبة بين عمليات أعضاء البورصة بعضهم البعض، من بائعين ومشترين، أو دائنين ومدينين.

و. لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة البورصة.

يـ. الجمعية العمومية: تختص بالتصديق على الميزانية المقدمة إليها، وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تهم الأعضاء، والتي تتعلق بالبورصة وأعضائها.

لـ. لجنة السماسرة **Commission Brokers**: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وفقاً للشروط التي وردت في قوانين ولوائح البورصة.

**3.1. عضوية البورصة:** تكون الجمعية العمومية في البورصة من ثلاثة مجموعات من الأعضاء؛ وهي (الخضيري، 1996، صفحة 30):

- الأعضاء المنضمون: وهم البنوك والشركات والمؤسسات المالية وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية؛ ويتم تعينهم من قبل لجنة البورصة.

- الأعضاء المراسلون: وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية؛ على أن يعمل هذا السمسار المراسل من خلال سمسار محلي، ويشرط المعاملة بالمثل، وهذا بعد أداء رسوم القيد والاشراك.

- الأعضاء العاملون: وهم السماسرة ومساعدوهم.

من خلال هذه المجموعات الثلاث من الأعضاء، تم ممارسة العمل في البورصة، حيث يتوقف نشاط وفعالية البورصة على قدراتهم العلمية، وخبرتهم ودرايتهم بأمور البورصة، ومدى تحقيقهم لأهداف المعاملين فيها واحتياجاتهم.

**2. سمسارة ووسطاء البورصة:** للسماسرة والوسطاء دور مهم في البورصة؛ فهم يقومون بمهام إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشترين، ولا يمكن التعامل في البورصة إلا من خلالهم.

## 1.2. سمسار البورصة ووظائفه:

**أ. السمسار Broker :** هو شخص اعتباري يزاول أعمال شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة (العبدولي، المبارك، عون، حسن، و تاتوي، 2018، صفحة 09). كذلك؛ هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية. والبضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكاً له ولا تنتقل إلى عهده، ولا يتصرف باسمه بل باسم عملائه في كلا الجانبين (غطاس، 1989، صفحة 74). كما يعتبر السمسار كذلك؛ شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء باليبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم ومساعدة معاونه؛ مقابل سمسرة (عمولة Brokerage) محددة باللائحة، يمارس مهنته منفرداً أو كشريك متضامن في شركة سمسرة (باز، صادر، وأبي صالح، 1985، صفحة 131).

**ب. شروط السمسار:** إن مهنة السمسرة مهنة قانونية؛ وإن التعامل في الأوراق المالية في البورصة لا يصح إلا بواسطة أحد السمسرة المقيدين بالبورصة. ولهذا وضعت إدارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم مهنة السمسار ومعاونيه. ونظراً للمهمة التي يقومون بها يشترط أن توفر فيهم الشروط الآتية (البرواري، 2002، صفحة 56):

- **الأهلية القانونية:** كحمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه؛ والسن القانونية للعمل.

- **الزراهة التجارية:** كعدم إشهار إفلاسه داخلياً أو خارجياً، وعدم إدانته بمحنائية أو تزوير أو مخالفة لقوانين القدر لم يرد إليه اعتباره.

- **الكفاءة المالية:** وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.

- **الكفاءة العلمية:** أي حصوله على حد أدنى من التعليم (شهادة الليسانس)، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاثة سنوات.

- **الشروط الإجرائية:** كاحتياز الاختبار التحريري والشفوي، والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

بتوفّر هذه الشروط في المرشح يقبل كسمسار في البورصة، ويُقيد اسمه في سجل السمسرة، بعد تسديد رسوم القيد والاشتراك والتأمين، كما يمكن للسمسرة أن يزاولوا المهنة في شكل شركات سمسرة.

**ج. وظائف السمسار:** من خلال التعريف السابقة للسمسر؛ تبيّن وظيفته الأساسية في تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح البورصة. إضافة إلى الوظيفة الأساسية هناك وظائف أخرى للسمسر؛ نذكر منها (الخطيري، 1996، صفحة 55):

- تقديم المشورة والنصائح لعملاء في السوق؛ وعن التعامل على أوراق مالية بعينها، وعن موقف أي منها في الحاضر والاتجاهاتها في المستقبل، كتطور الأسعار وتقلباتها.
- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية على العملاء.
- الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتوفيق في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظاً للأوراق المالية لدى البنك.
- حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت.
- اتمام الصفقات عندما يقرر العميل ذلك؛ واتمام العقد لاستقرار المعاملات.

**2.2. وسطاء البورصة:** يعاون السمسار في تنفيذ أعماله عدد من المساعدين؛ منهم المندوب الرئيسي وال وسيط وصانع السوق وشركات المقاصلة. ستنظر لأهم المساعدين فيما يلي (البرواري، 2002، الصفحات 58-59):

**أ. المندوب الرئيسي:** هو مستخدم يعمل بأجر من قبل السمسار، ليعاونه في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة. ولا يجوز له العمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه وتحت مسؤوليته؛ ولا يجوز له أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار؛ ولا أن يعمل لحسابه الخاص.

**ب. الوسيط Remisier:** هو أداة اتصال بين العميل والسمسار، ويتلقي الأوامر من العميل ويلغها للسمسار المقيد عنده، مقابل عمولة لا تتجاوز نصف المصلح من عمولة العمليات المعقودة بواسطته، وهو مسؤول عن العمليات التي يتوسط فيها. وينتظر الوسيط عن المندوب بعدم أخذه أجراً ثابتاً مقابل خدمته، لأنه لا يعمل بصفة دائمة ومستمرة كالمندوب، بل يدفع له مقدار خاص (نسبة مئوية).

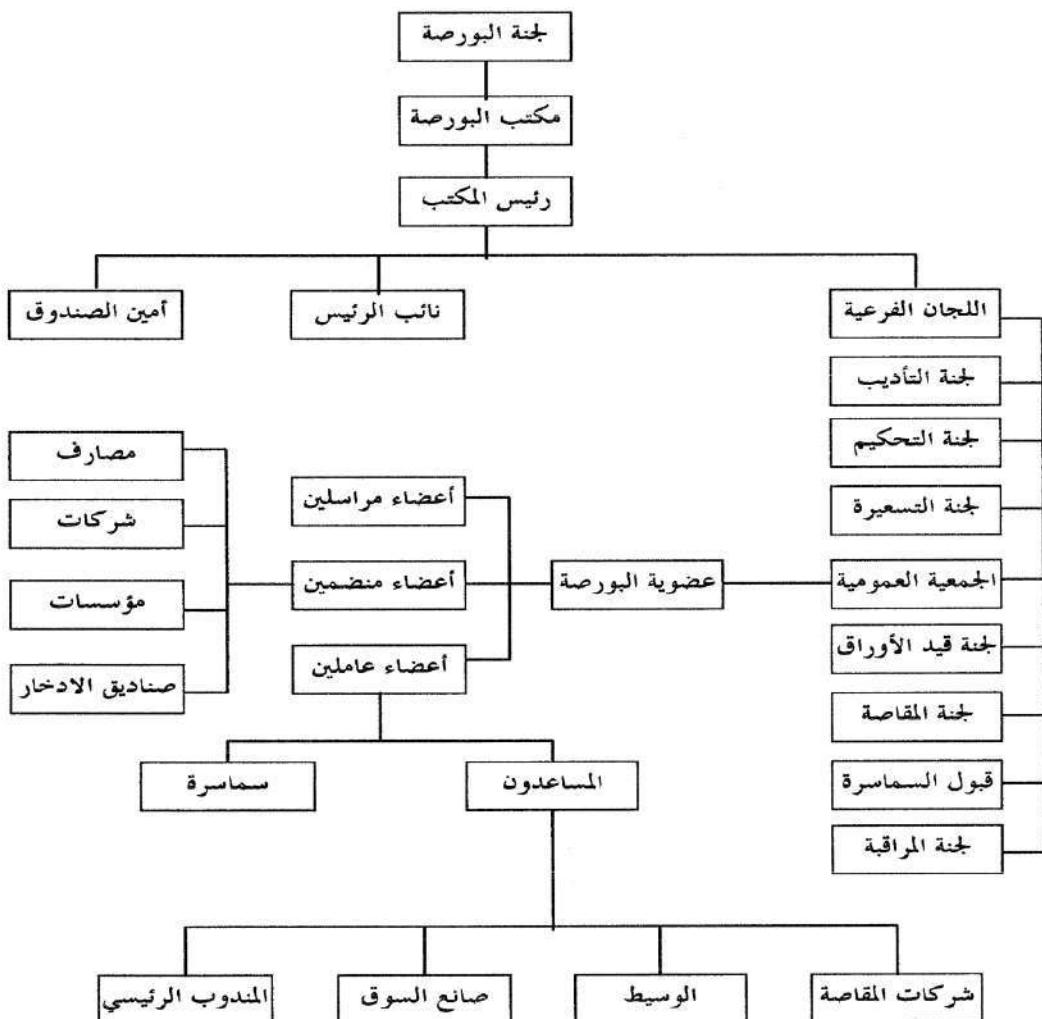
ويشترط في المندوب وال وسيط ما يشترط في السمسار، وأن يزكيه السمسار الذي يرغب العمل عنده، ولا يجوز أن يجمع أحد بين صفاتي المندوب وال وسيط، ولا يجوز لهما أيضاً أن يلحق بأكثر من بيت سمسرة.

**ج. صانع السوق Market Maker:** يمكن لل وسيط أن يقوم بدور صانع السوق، وذلك بقيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخيص من لجنة البورصة. حيث يحق له أن يعمل لصالح نفسه أو لصالح عملائه. ولصانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق واستمراريتها، فهو مشترع عندما يكون السمسار باائع، وهو باائع عندما يكون السمسار مشترياً، ويترتب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.

**د. شركات المقاومة والتسوية:** تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسمة في إتمام صفقات التداول، حيث تقوم بما يأني:

- استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسمة من استلام وتسليم الأوراق المالية.
  - تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المعاملة والمقاومة بينهما.
  - الحفظ المركزي؛ حيث يودع العملاء الأوراق المالية عنده مقابل اتصالات، وعند إتمام الصفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع وهي ما زالت في الحفظ المركزي، مثلما يحدث في البنك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر.
- يمكن أن نوضح الهيكل التنظيمي للبورصة في الشكل (01-04) أدناه.

الشكل (01-04): الهيكل التنظيمي للبورصة



المصدر: (البرواري، 2002، صفحة 54)

**3. طرق التداول:** يمكن التداول من خلال الخيارات التي يوفرها الوسيط عن طريق الهاتف أو عبر الإنترنت. كما يمكن مراقبة الأسعار وبيانات التداول للأوراق المالية المدرجة في السوق المالي من خلال التسجيل للوصول إلى البيانات في الوقت الفعلي. كما يوفر السوق المالي بيانات واسعة للمستثمرين والتي تشمل الأسهم المدرجة والمشتقات المالية وصناديق الاستثمار المتداولة والسنادات والصكوك. يمكننا فيما يلي التطرق لبعض أنواع وطرق التداول:

**1.3. البيع المسبق Short Selling:** هذه الطريقة الاستثمارية؛ أو كما يعتبرها البعض طريقة للمضاربة في السوق. تلعب دوراً رئيسياً في بقاء السوق بصورة نشطة ومده بالرسولة اللازمة لجعله سوقاً آمناً مربحاً، مما يعود بالفائدة في نهاية الأمر على كافة المستثمرين. ومن المعروف أن المستثمر عندما يجد شركة متميزة وذات مستقبل باهر حسب توقعاته؛ فإنه يقوم بشراء أسهمها بالسعر الحالي على أمل أن يبيعها مستقبلاً بسعر أعلى، أي أنه يقوم بتطبيق مفهوم الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع (Buy low, Sell high) وطبيعي إذا كان المستثمر غير متأكد من الشركة أو لا يعرف عنها الشيء الكثير؛ فإنه يتتجنب شراء أسهمها. أما إذا اعتقد المستثمر النشط حسب تحلياته الشخصية وتوقعاته بأن سعر سهم الشركة سوف ينخفض في المستقبل القريب أو البعيد، في هذه الحالة عليه أن يترك هذه الشركة وشانها ويتجه إلى استثمارات أخرى. في الواقع العملي تتيح الأسواق الأمريكية للمستثمر بيع أسهم شركة لا يملكها على شرط أن يشتري هذه الأسهم أو جزء منها في وقت لاحق؛ عندما يطلب الوسيط منه ذلك. وتعرف هذه الطريقة بطريقة البيع المسبق، أو البيع Short، على عكس الطريقة العادية؛ طريقة Long. إذا البيع المسبق هو بيع أسهم غير مملوكة مع التعهد بالشراء لاحقاً.

مثال: مستثمر يرى بأن شركة ABC مرتقبة السعر عند 53 دولاراً للسهم، ولا يجد تفسيراً لهذا الارتفاع غير المنطقي الذي حدا بسعرها أن يصل إلى هذا الحد. هنا يقرر المستثمر إدخال أمر بيع مُسبق لبيع ألف سهم بسعر السوق الحالي. عندما ينفذ الأمر فإن المستثمر يحصل على مبلغ 53 ألف دولار مقابل هذه الصفقة ويقوم الوسيط بإضافة ثمن البيع إلى حساب المستثمر، الذي بدوره يستطيع أن يتصرف به كيفما يشاء. وعند صدق توقعاته حول مستقبل الشركة فقد ينخفض السعر إلى 13 دولاراً، على سبيل المثال، وعندما يقرر القيام بشراء ألف سهم (التي باعها سابقاً) بهذا السعر، ويدفع 13 ألف دولار ويحصل على ربح مقداره 4 آلاف دولار. أي أن الذي يحصل هو عكس الطريقة التقليدية التي يقوم فيها المستثمر بالشراء في الحاضر ومن ثم البيع في وقت لاحق.

في حالة لو استمر السهم في الصعود إلى أن يصل مبلغ 93 دولاراً، عندها يكون المستثمر قد وضع نفسه في موقف لا يحسد عليه. هنا عليه أن يقرر إما أن يتريث على أمل أن يبدأ السهم بالانخفاض أو أن يقوم بشراء السهم مباشرة خوفاً من مواصته للصعود فيتجنب دفع مبلغ أكبر من ذلك بكثير فيما لو اضطر للشراء لاحقاً. لاحظ، أنه من ناحية نظرية فإن أكبر قدر ممكّن من الربح يمكن أن يتحققه المستثمر هو حوالي 53 ألف دولار، وذلك في حالة استمرار السهم في الهبوط إلى أن يصل إلى قرب الصفر، أو أن تعلن الشركة إفلاسها ويحتفظ بما لديه من مبلغ كونه غير مطالب بشراء السهم في هذه الحالة. أما بالنسبة لمدى خسارة المستثمر فهي بلا حدود (على الأقل نظرياً)، ذلك لأن السهم قد يستمر بالصعود إلى مala نهاية.

من ناحية عملية فإن الذي يحصل عادة هو أن عملية البيع المسبق تتم في حساب الهامش أو في حساب خاص يطلق عليه حساب البيع المسبق (Short Account) والذي له خصائص حساب الهامش نفسها. عند إدخال أمر بيع مسبق فإن الوسيط يقوم بمعاملة هذه العملية على أنها عملية على حساب الهامش والذي يشترط فيه أن تكون القوة الشرائية كافية لشراء الأسهم المباعة بشكل مسبق في أي وقت من الأوقات مستقبلاً.

فلو فرضنا أن سعر السهم الذي تم بيعه بشكل مسبق بسعر 35 دولاراً، وحصل منه المستثمر على مبلغ 35 ألف دولار في حسابه، قد بدأ بالصعود ووصل إلى 50 دولاراً، وكان هناك طلب من الوسيط بإعادة الأسهم المباعة سابقاً (أي أن على المستثمر شراءها من السوق فوراً)، فمن المفترض أن يكون في الحساب مبلغ كاف لشراء الأسهم بـ 50 ألف دولار، وهو الشيء المهم بالنسبة لل وسيط (الحوماني، 2006، الصفحات 101-102).

**2.3. سوق الساعات الإضافية:** Extended Hours Trading: بالإمكان بيع الأسهم وشرائها عن طريق شبكات التداول المستقلة والتي لا تتبع أيها من الأسواق التقليدية، مثلاً: نيويورك و(نازداك) والسوق الأمريكي، وعن طريقها يتم تداول الأسهم ما قبل الساعات الرسمية للتداول وبعدها، وتختلف أوقاتها من وسيط لآخر إلا أنها غالباً تبدأ من 07:30 صباحاً وحتى 08:00 مساءً. هذه الشبكات الإلكترونية تعرف بمسمى (ECN) Electronic Communication Networks ومن أشهرها، Island، Archipelago، SelectNet، REDIBook، Instinet.

إلا أن هناك بعض المحاذير التي يجب معرفتها قبل الدخول في عمليات البيع والشراء في سوق الساعات الإضافية. من المعلوم أن سوق نيويورك هو سوق قائم على دور الأخصائي الذي يضفي السيولة اللازمة لتداول

الأسهم. كذلك الحال في سوق [نازداك] الذي يعتمد على صناع السوق في تحقيق السيولة الازمة، ولكن في سوق الساعات الإضافية لا يوجد أخصائي ولا صانع سوق، معنى ذلك أن المستثمر يقع تحت رحمة المستثمرين الآخرين، والذين قد يكونوا أرحم قليلاً من صناع السوق أحياناً، ولكن تبقى خطورة التعامل مع أفراد عاديين من أهم المعوقات. فنجد أن الصعوبة في التعامل في سوق الساعات الإضافية تكمن في عدم توفر السيولة الكافية لجعل التداول يعمل بطريقة طبيعية. والمشكلة في عدم توفر السيولة هي أنه عندما يرغب المستثمر بيع أسهم ما أو شرائها قد لا يجد عدداً كبيراً من المستثمرين ممن يرغب في البيع والشراء، وبذلك قد يكون السعر المعروض غير طبيعي أو مبالغ فيه.

أما الطريقة التي يعمل بها سوق الساعات الإضافية هي قيام شبكة الحاسوب الآلي بأخذ طلبات البيع والشراء من قبل الوسطاء المسجلين لديها وتسجيلها في "سجل الأوامر" (Orders Book) عادة بجعل الجهة اليسرى لطلبات الشراء وبكمية معينة، والجهة اليمنى لطلبات البيع وبكمية معينة. وعندما يكون هناك التقاء (Match) بين طلب شراء وطلب بيع تتم الصفقة ويحصل سعر هذه الصفقة والوقت الذي تمت به. ومعظم خدمات التداول في سوق الساعات الإضافية لا تقبل الأوامر بسعر السوق، وتقبل فقط السعر المحدد، وذلك لحماية المستثمر من الاستغلال من قبل الآخرين.

كما أنه ليس بإمكان الفرد التعامل مباشرة مع الشركات التي تقدم هذه الخدمة، ولكن التعامل يتم عن طريق الوسطاء. ويحتاج المستثمر عادة إلى تفعيل هذه الخدمة عن طريق موقع الوسيط على الإنترنت، وتمثل عملية التفعيل بموافقة المستثمر على شروط التداول والإقرار بمعرفة المخاطر الناتجة عن هذه الخدمة. أما بالنسبة لتكلفة التداول في سوق الساعات الإضافية فهي تختلف من وسيط لآخر، وقد يكون من المناسب الاستفسار عن تكلفة العمولة وكذلك عن مكان تنفيذ أوامر التداول للتأكد من أن الوسيط بالفعل يقوم بتنفيذ الأوامر في سوق الساعات الإضافية (الحويماني، 2006، الصفحات 107-108).

**3.3. التداول اليومي Day Trading:** التداول اليومي هو الشراء والبيع لعدة مرات خلال اليوم الواحد على أمل أن يحقق المتداول ربحاً بسيطاً جراء كل عملية وبالتالي يخرج في نهاية اليوم بربح معقول يعوضه عن وقته وجهده. وهذا في الواقع ما يقوم به صناع السوق والأخصائيون في أسواق التداول كل يوم. الفرق هنا أن المتداول العادي لا يحتاج لترخيص لمزاولة هذا النشاط ولكن عليه دفع رسوم التداول العادية لأحد الوسطاء. كما أن المتداول اليومي غير ملزم بالشراء والبيع كصناع السوق، وبال مقابل فإنه لا يستطيع الاستفادة من فارق السعر كصناع السوق ممن يدفع عمولة رمزية أو لا يدفع عمولة على الإطلاق.

إن أهم شيء يقوم به المتداول اليومي هو توفير السيولة اللازمة لاستمرارية السوق، شأنه في ذلك شأن صناع السوق، إلا أن كثرة المتداولين اليوميين تعطي السوق كفاءة أعلى من لو أن الأمر ترك لصناع السوق وغيرهم من العاملين في السوق. فقد تجد أن بعض المتداولين اليوميين ينفذ عدداً كبيراً من العمليات، تصل إلى عشرين أو ثلاثين أمر بيع وشراء في اليوم الواحد، وعادة يكون لديه مبلغ كبير من المال للمخاطرة نتيجة ما قد يواجهه من خسائر متلاحقة في وقت قصير. ويعود السبب في انتشار التداول اليومي في السنوات الأخيرة إلى الأسباب التالية:

- انتشار شبكات الحاسوب الآلي وعلى رأسها الإنترنت، مما أتاح للمتداول إمكانية التداول من أي مكان.
- انخفاض تكلفة التداول وبالتالي انخفاض مقدار العمولة على كل عملية تداول.
- ظهور بعض القوانين التي تساعد المتداول على منافسة العاملين في السوق. وأهم هذه القوانين تلك التي تخص نظام تنفيذ الأوامر الصغيرة (Small Order Execution System) المعروف بنظام SOES، والذي يقوم بتنفيذ أوامر عامة المتداولين بنفس السرعة التي تنفذ فيها أوامر العاملين في السوق.
- ظهور نظام إظهار الأسعار، والذي يجبر صناع السوق على إبراز الأسعار الداخلية.
- ظهور نظام عرض أسعار [نازداك] من المستوى الثاني، الذي يقوم بعرض بيانات تفصيلية عن حالة العرض والطلب الخاصة بصناعة السوق وكمية كل حالة.

وهنا لا بد من التذكير بأن التداول اليومي يشكل مخاطرة كبيرة على المتداول نظراً للتقلبات الحادة (Volatility) للأسعار؛ وحدة التنافس بين المتعاملين في الأسواق، وتشير دراسات عديدة أجريت على المتداولين اليوميين أن نسبة قليلة جداً تلك التي تحقق ربحاً معقولاً وأن الاستثمار طويل الأمد هو الأنجح (الحويماني، 2006، الصفحات 109-111).

**IV. قواعد وإجراءات التعامل في البورصة:** تمثل قواعد وإجراءات التعامل في البورصة؛ الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسهيل الاتصال بين الأطراف المعنية، وكذلك لتمهيد السبيل أمام المتعاملين لابرام صفقات ناجحة. إضافة إلى مساهمتها في رفع كفاءة السوق. فيما يلي نعرض أهم العمليات التي تتم من أجل التعامل في البورصة وهي بالترتيب:

1. **أسس التعامل في الأوراق المالية:** لكي يتم تحقيق المدف من الاستثمار في الأسهم مثلاً، يجب أن تلم بما يلي (كردي، 2016):

- العوامل المؤثرة في سوق الأسهم.
- مخاطر سوق الأسهم.
- هناك تناقض بين الأمان والعائد ولا بد من التضحية بأحد هما.
- تحديد الهدف من برنامج الاستثمار فهل هو: للاستثمار في حد ذاته؛ أم لحاجة إلى تدفقات نقدية لتغطية تكاليف محددة مثل تعليم الأبناء أو لمواجهة ظروف التقاعد... إلخ.
- الاستغناء عن الأموال المستثمرة في الأسهم لمدة 5 سنوات على الأقل.

**2. الاستراتيجية:** يجب أن تكون الاستراتيجية خاصة بتحليل المحفظة وتسعير الأصل وكيفية الاختيار في ظل عدم التأكيد؛ ومفهوم المحاطرة والعائد؛ حيث من النادر أن يجد مستثمر يستثمر كل أمواله في أصل واحد بل عادة يعمد إلى التنوع في محفظته وإذا خُير المستثمر في مجالين يتساوان في العائد؛ فإن المستثمر سيفضل المجال الأقل في المحاطرة هذا بالنسبة للمستثمر العادي، أما بالنسبة للمستثمر الذي يبحث عن المحاطرة فإنه سيختار الاستثمار الأكثر مخاطرة.

**3. الإجراءات:** بعد أن يضع المستثمر الأسس والاستراتيجية للتعامل في سوق الأوراق المالية، عليه بعد ذلك أن يقوم بالإجراءات، وهذه الإجراءات تشمل:

**1.3 تحديد الموقف أو المركز المالي:** يتم عن طريق تحديد المركز المالي؛ وهذا من الأهمية بمكان لكي يحدد المستثمر ما هي الأموال التي يرى أنه يمكنه استثمارها في الأوراق المالية. من خلال تحديد رأس المال، ثم طرح الاحتياجات والطوارئ واحتياجات الأمان، إلى أن يحصل على رأس المال الحر؛ والذي يمكن توزيعه كما يلي؛  
مثلاً:

- يستثمر 20% من رأس المال الحر في أصول نقدية سريعة التسبييل.
- يستثمر 80% في أوراق مالية.

**2.3 اختيار السمسار:** تختلف عمولة السمسار من سمسار لأخر، وإذا كان الأمر كذلك فلماذا لا نختار السمسار الأقل عمولة؟ يصعب الإجابة على ذلك للأسباب الآتية:

- لأن تحديد العمولة مرتبط بالصفقة، وهناك صفقة مرتفعة العمولة وأخرى عمولتها أقل.
- من يعرض عمولة أقل تكون حزمة الخدمات أيضاً أقل، ومن هذه الخدمات: خدمة حفظ الأوراق المالية الخاصة بالعميل؛ خدمة الشراء على المامش أي الإقراض للشراء.

- يجب المفاضلة بين: الخصم "سعر العمولة" أو الحصول على حزمة الخدمات لأنه كلما زادت نسبة الخصم كلما قلت مكونات حزمة الخدمات.

- دائماً قبل اختيار شركة السمسمة، يجب السؤال عن التسهيلات التالية: حزمة الخدمات؛ تسهيلات البحوث؛ السيولة المالية.

**3.3 تحديد نوع الأوامر:** قبل إعطاء الأمر بالتعامل على الورقة لابد من التعرف على نشرة الأسعار، والتي تحتوي على سعر الشراء والبيع والكمية. وعند إدخال أوامر البيع والشراء سواء عن طريق الحاسب الآلي مباشرة أو عن طريق الوسيط هاتفياً أو الحضور شخصياً، لذلك يجب معرفة أنواع هذه الأوامر وكيفية الاستفادة منها.

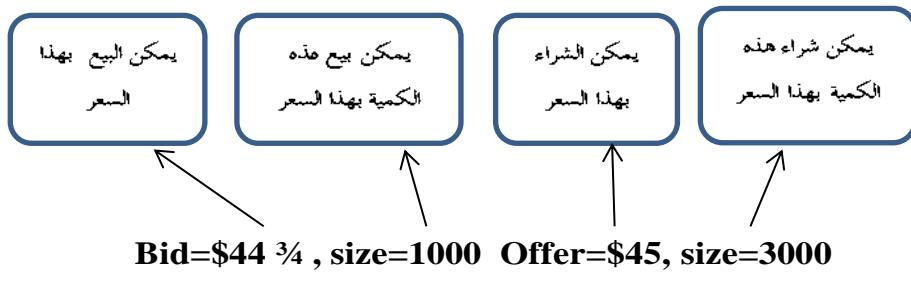
هناك نوعان رئيسيان من أوامر البيع والشراء، الأول أمر بسعر السوق (Market Order) والثاني أمر بسعر محدد(Limit Order) وكمية محددة، قد تكون عادية أو مشروطة بخاصية الكل أو لا شيء (All-or-None). وهناك الفترة الزمنية للأمر وهي إما لليوم واحد (Day Only) أو أنها سارية المفعول حتى إشعار آخر (Good-Till-Cancelled). فيما يلي نستعرض بشكل مفصل أنواع الأوامر التي تستعمل في البيع والشراء، وفوائدها، وكيفية التعامل بها بشكل صحيح وفعال (الحويماني، 2006، صفحة 113):

**أ. أمر بسعر السوق Market Order:** يعتبر هذا النوع من أوامر البيع والشراء الطريقة الوحيدة لضمان إتمام عملية البيع أو الشراء بشكل فوري، ولكن بسعر غير معروف إلى أن تتم العملية. فمثلاً قد يطلب المستثمر من الوسيط (أو عن طريق الإنترنت) شراء 1000 سهم من شركة ABC بسعر السوق:

Buy 1000 shares, at MARKET

عند وصول الأمر إلى السوق (سواء سوق نيويورك أو السوق الأمريكي أو سوق [نازداك]), فإن الأمر ينفذ حسب قيمة أقل سعر للعرض (Offer). تذكر بأن السهم معرض للبيع (Offer) بسعر معين، ومطلوب للشراء (Bid) بسعر معين؟ هذا ما يمكن توضيحه في الشكل (02-04) أدناه.

الشكل (02-04): من وجهة نظر المستثمر، يمكن شراء وبيع كمية معينة بسعر معين.



المصدر: (الحويماني، 2006، صفحة 64)

يوضح الشكل (02-04)؛ مفهوم العرض والطلب من وجهة نظر المستثمر، حيث نرى هنا مثلاً، أن السعر الذي يمكن للمستثمر أن يشتري به الأسهم هو 45 دولاراً (سعر العرض)؛ والسعر الذي يمكنه البيع به هو 44.75 دولار (سعر الطلب).

وهكذا يحصل المستثمر عند إدخال هذا الأمر على ما يحتاجه من أسهم بأسعار مختلفة حسب قرارات العرض والطلب وعدد الأسهم المتوفرة في العرض والطلب.

بـ. أمر بسعر محدد **Limit Order**: يستخدم هذا النوع للشراء أو البيع بسعر محدد، بحيث إنه في حالة حدوث الشراء فإن المشتري يضمن الحصول على الأسهم بسعر لا يزيد عن السعر المحدد، وفي حالة حدوث البيع فإن البائع يضمن بيع الأسهم بسعر لا يقل عن السعر المحدد.

Buy 1000 shares, LIMIT Price = \$50

يشير المثال على أن الأمر لشراء 1000 سهم بسعر محدد يساوي 50 دولاراً، ولا يتم الشراء بأي سعر أعلى من ذلك، بل من الممكن أن يتم الشراء بأقل من هذا السعر، حسب تقلب السعر بين الحين والآخر. وتحب الإشارة إلى أن هذا الأمر لا يعني بالضرورة شراء كامل الكمية المطلوبة، بل شراء أي عدد من الأسهم إلى 1000 سهم كحد أقصى.

لضمان شراء كامل الكمية بالسعر المحدد يجب جعل الكمية مشروطة، أو ما يعرف بخاصية التنفيذ بالكل أو لشيء (All-or-None)، وذلك للتأكد من تنفيذ جميع الأسهم المطلوبة كاملاً، أو لا تم العملية على الإطلاق. فمثلاً قد يرى المستثمر أن يبيع 1000 سهم بطريقة الأمر المحدد بسعر 25 دولار مع خاصية الكل أو لشيء، ليضمن في حالة تنفيذ طلبه أن السعر الذي يحصل عليه يكون على الأقل 25 دولار، وبكمية تساوي 1000 سهم.

Buy 1000 shares, LIMIT Price = \$25, All-or-None

إلا أن مشكلة الأوامر مشروطة الكمية أنها تفقد أولويتها في التنفيذ للأوامر غير المشروطة، بمعنى أنه لو

لم تتوفر الكمية الكاملة فيمكن تنفيذ أمر آخر (ربما بسعر أسوأ من سعر الأمر المنشود). ومشكلة الأمر المحدد (المشروع وغير المشروع) أنه قد لا ينفذ على الإطلاق نتيجة عدم وصول سعر السوق للسعر المحدد. لذا فإن هذا النوع من الأوامر يستعمل عادة عندما لا تكون هناك رغبة قوية لدى البائع أو المشتري بتنفيذ الأمر بسرعة، فيرى المشتري على سبيل المثال أن يحاول الحصول على الأسهم المطلوبة بالسعر المحدد، وإن لم يتحقق ذلك فقد يحاول الكسر مرة أخرى في وقت لاحق بالسعر نفسه أو بسعر آخر.

وقد تضاف خاصية الوقت لهذه الأوامر لتحديد فترة سريان الأمر، كما يلي:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = \$25, Day-Only

والذي يعني أن الأمر ساري المفعول حتى انتهاء التداول في ذلك اليوم. أو إدخال الأمر التالي:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = \$25, Good-till-Cancelled

والذي يعني أن الأمر ساري المفعول حتى إشعار آخر، وغالباً ما يقوم الوسيط بإلغاء الأمر بعد ثلاثة أشهر، إن لم ينفذ.

بالإمكان تصنيف هذه الأوامر حسب سرعة تنفيذها كما يلي:

**✓ الأسرع:** أمر بسعر السوق (أي بدون تحديد السعر) وبكمية محددة، ولكنها غير مشروطة؛ أي بدون

Buy 1000 shares, at MARKET : (All-Or-None)

**✓ أقل سرعة:** أمر بسعر محدد وبكمية محددة، غير مشروطة، حيث قد لا تنفذ كاملاً الكمية، ويحصل المستثمر، على سبيل المثال، على 400 سهم فقط بالسعر المحدد، بالرغم من أن الأمر لشراء 1000 سهم:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = \$25

**✓ أبطأ:** أمر بسعر محدد وبكمية محددة، مشروطة، وهذا الأمر قد لا ينفذ على الإطلاق لعدم وصول سعر السهم للسعر المحدد أو لعدم توفر الكمية الكافية بالسعر المحدد:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = \$25, All-or-None

وبالإمكان إضافة عامل ساري المفعول حتى إشعار آخر في هذا الأمر الأخير ليستمر الأمر لفترة طويلة إلى أن يتم تنفيذه أو يقوم الوسيط بإلغائه (الخويمي، 2006، الصفحات 114-115).

ج. أمر الشراء الموقوف **Buy Stop Order:** أمر الشراء الموقوف هو أمر شراء بسعر معين يجب أن يكون أعلى من السعر الحالي للسهم، بمعنى أن يكون الأمر (على سبيل المثال) لشراء عدد معين من الأسهم بسعر 53 دولار بالرغم من أن السعر الحالي للسهم 48 دولار:

Buy Stop 1000 shares, stop price=\$53

ويعني هنا الأمر أن يتم إدخال أمر شراء لعدد 1000 سهم بسعر السوق وذلك عند وصول السعر الحالي للسهم 53 دولار. قد ييدو هذا الأمر عجياً بعض الشيء عند النظر إليه للوهلة الأولى، حيث ييدو أن من الحكمة أن يتم الشراء بسعر 48 دولار (سعر العرض الحالي) بدلاً من السعر الأعلى 53 دولار؛ لكن هناك سببين رئيسيين لاستخدام هذا النوع من أوامر الشراء:

- قد يرى المستثمر بأن الوقت المناسب لشراء السهم هو عند بلوغ السعر مبلغ 53 دولار (وليس عند سعر 48 دولار الحالي) وذلك حسب ما توصل إليه المستثمر من تحليل فني أو غيره. أو أن المستثمر يرى بأن السهم قد يرتفع بشكل كبير نتيجة إعلان أرباح متميزة أو لأن شركة أخرى توشك على شراء تلك الشركة، الأمر الذي قد يحدث ارتفاعاً بالغاً في سعر السهم مما قد يضيع عليه فرصة الشراء. وهذه الطريقة فإن المستثمر يشتري السهم فيما لو تجاوز السعر مبلغ 53 دولار، ولا يشتريه فيما لو لم تصح توقعاته بشأن ارتفاع السعر.

- قد يرغب المستثمر وضع حد أعلى لشراء تغطية البيع المسبق، وذلك لتجنب المزيد من الخسارة فيما لو ارتفع السعر على عكس توقعات المستثمر، ذلك لأنه عند بيع 1000 سهم بسعر 42 دولار (على سبيل المثال) بطريقة البيع المسبق فإنه يتوجب شراء السهم في وقت لاحق، وعندها قد يرى المستثمر أن من الأفضل وضع طلب شراء لتلك الألف سهم بسعر معين (وليكن 53 دولار) لكي يحد من الخسارة في حالة ارتفاع السهم على عكس توقعاته. وتستخدم هذه الطريقة مع الأمر Cover to Buy (الحوخياني، 2006، صفحة 116)

**د. أمر البيع الموقوف Sell Stop Order:** أمر البيع الموقوف (والذي يعرف كذلك بأمر إيقاف الخسارة) هو أمر بيع بسعر معين يجب أن يكون أقل من السعر الحالي للسهم. بمعنى أن يكون الأمر، على سبيل المثال، ببيع عدد معين من الأسهم بسعر 43 دولار بالرغم من أن السعر الحالي للسهم 48 دولار؛ مثال:

Sell Stop 1000 shares, stop price=\$43

في هذا الأمر يود المستثمر إدخال أمر بيع لعدد ألف سهم وذلك عند بلوغ السعر الحالي للسهم 43 دولار، وكما ذكرنا سابقاً فإن بيع هذه الأسهم يتم بحدود 43 دولار نتيجة تحول الأمر إلى أمر بيع بسعر السوق عندما يتم تفعيل الأمر لاحقاً.

هنا نجد الأمر نفسه الذي لاحظناه في أمر الشراء الموقوف، أي كيف لنا أن نبيع ما نملكه من أسهم بسعر 43 دولار بينما هي تباع في السوق بسعر 48 دولار؛ هناك سببان رئيسيان لاستخدام هذا النوع من أوامر البيع:

- قد يرى المستثمر الذي اشترى السهم بسعر 40 دولار، على سبيل المثال، وارتفع السهم إلى 48 دولار بأنه يحتاج إلى الحفاظ على أرباحه في حالة تدهور السعر في المستقبل، فيقوم بإدخال أمر بيع موقوف بسعر 43 دولار، بحيث يتحول الأمر إلى أمر بسعر السوق فيما لو نزل سعر السهم إلى هذا الحد ويتم تنفيذه فوراً.

وبالتالي يحافظ على الربح الذي حققه نتيجة ارتفاع السهم.

- قد يرى المستثمر الذي لا يملك السهم بأنه في حالة وصول سعر السهم إلى حد أدنى، كوصوله إلى سعر 43 دولار في هذا المثال، فإن ذلك دليل على احتمال انخفاض السهم إلى سعر أقل من ذلك بكثير، مما قد يتبع عنه فرصة الدخول في عملية بيع مسبق. عندها يقوم المستثمر ببيع السهم بسعر 43 دولار ويشتريه لاحقاً بسعر أقل من ذلك. وتستخدم هذه الطريقة مع أوامر البيع المسبق.

هـ. أمر البيع المسبق **Sell Short**: هو أمر بيع لعدد معين من الأسهم بسعر السوق أو بسعر محدد أو بسعر موقوف، ويتم كما ذكرنا في شرح حساب البيع المسبق؛ بقيام الوسيط باقتراض أسهم شخص آخر وإعارتها للبائع حتى وقت لاحق؛ مثال:

Sell Short 1000 shares, at market

Sell Short 1000 shares, limit Price = \$25, All-or-None

Sell Short Stop 1000 shares, stop price=\$53, limit price=\$

معنى هذا الأمر الأخير أن المستثمر يود إدخال أمر بيع مسبق لعدد ألف سهم بسعر لا يقل عن 52 دولار، وذلك عند وصول السعر الحالي للسهم لمبلغ 53 دولار. وكما نعلم يجب أن يكون السعر الحالي للسهم أعلى من 53 دولار عند إدخال الأمر. في هذه الحالة يجب أن يكون لدى العميل في حسابه على الأقل 26.000 دولار (نصف القيمة) أو ما يعادلها من الأسهم لكي يسمح له الوسيط بإدخال الأمر. عندما تتم عملية البيع فإن الشخص يحصل على مبلغ 52.000 دولار في حسابه، ومتى ما أراد الخروج من هذه العملية فعليه أن يقوم بشراء الأسهم وإعادتها للوسيط، والذي بدوره يعيدها لاصحابها الأصلي.

و. أمر الشراء لتغطية البيع المسبق **Buy to Cover**: تم عملية الشراء لتغطية البيع المسبق بإدخال أمر شراء لعدد معين من الأسهم بسعر السوق أو بسعر محدد أو بسعر موقوف للخروج من حالة البيع المسبق، ولا ينفذ الأمر إلا إذا كانت هناك حالة بيع مسبق فيما قبل. وهذه بعض الأمثلة لهذا النوع من الأوامر:

Buy to Cover 1000 shares, at market

Buy to Cover 1000 shares, limit Price = \$25, All-or-None

Buy to Cover 1000 shares, stop price=\$53, limit price=\$54

نلاحظ في الأمر الأخير لشراء التغطية بطريقة الشراء الموقوف يجب لا يقل السعر المحدد عن السعر الموقوف، تماماً كما في أوامر الشراء الموقوف العادية.

يـ. أوامر أخرى: هناك أنواع أخرى من أوامر البيع والشراء كانت حتى وقت قريب غير متوفرة للمستثمر الصغير، حيث كانت فقط تمارس من قبل كبار مديري الحسابات والمحترفين وغيرهم من المختصين، وعن طريقها يمكن إدخال أوامر ذات خصائص عديدة تعطي نوعاً من التحكم في محりات الأمر وطريقة تنفيذه. منها على سبيل المثال الأمر "نفذ فوراً أو ألغِ الأمر" (**Fill-or-Kill**) ، والذي يزيل الأمر من قائمة الأوامر إن لم يتم تنفيذه ، فلا يبقى مكتشوفاً أمام بقية المتداولين. أي أن هذا الأمر يشبه الأمر بسعر السوق في سرعة

التنفيذ، ولكنه يمكن أن يكون مشروطاً بسعر أو كمية، فيكون شبيهاً بأمر السعر المحدد. على سبيل المثال، لو أراد شخص بيع 10 آلاف سهم بسعر 25 دولار، وكان سعر الطلب الحالي 25 دولار ولكن بكمية 1000 سهم فقط، فإن الذي يحصل هو أن يباع للشخص ألف سهم، أما التسعة آلاف سهم المتبقية فإنها تلغى ولا تظهر في قائمة الأوامر.

وطريقة أخرى متوفرة لدى بعض الوسطاء هي أمر "بسعر السوق إذا وصل السعر إلى حد معين" أو (Market-if-Touched)، والذي يأمر بإدخال أمر بسعر السوق إذا وصل السعر إلى حد معين، وهو عكس أمري الشراء والبيع الموقوف. بمعنى أنه في هذا الأمر يستطيع الشخص أن يشتري السهم بسعر السوق عندما ينخفض السعر الحالي إلى حد معين (والذي لا يمكن القيام به من خلال أي من الأوامر الأخرى)، ويستطيع الشخص البيع بسعر السوق إذا ارتفع السعر الحالي إلى حد معين (الشيء الذي لا يمكن القيام به عن طريق البيع المحدد العادي ولا البيع الموقوف).

وهناك أوامر غالباً لا تتوفر عن طريق الإنترن特 ولكن قد يقوم الوسيط بأخذها عن طريق الهاتف، منها أمر "بسعر السوق عند الإغلاق" أو (Market on Close)، وعن طريقه ينفذ الأمر بسعر السوق في الدقائق الأخيرة من التداول، وهو مفيد لمن يرغب شراء السهم أو بيعه حسب آخر سعر لذلك اليوم (الحويداني، 2006، صفحة 122).

**4. كيفية سداد قيمة الصفقات:** يمكن التفرقة بين أسلوبين لسداد قيمة الصفقات هما: الأسلوب النقدي الكامل والأسلوب النقدي الجزئي. ويقصد بالأسلوب النقدي الكامل قيام العميل بسداد قيمة مشترياته نقداً والحصول على قيمة مبيعاته نقداً، وذلك على النحو المتعارف عليه في المعاملات الأخرى. أما الأسلوب النقدي الجزئي فيقصد به في حالة الشراء؛ قيام العميل بتمويل جزء من مشترياته نقداً، والباقي يتم سداده بأموال مقتضبة. أما في حالة البيع فيقصد به البيع على المكتشوف؛ أي قيام العميل ببيع أسهم لا يملكها ولكن يمكن اقتراضها في مقابل تأمين يودع لدى البنك. ويعتبر الشراء والبيع النقدي الجزئي صورة من صور الرفع المالي Financial Leverage.

**1.4. التمويل النقدي الجزئي للمشتريات:** يقصد به سداد جزء من قيمة الصفقة نقداً، بينما يسددباقي بقرض بضمان الأوراق محل الصفقة. وتمثل قيمة المدفوعات النقدية هامش مبدئي لصفقة الشراء. وفي ظل هذا النوع من المعاملات؛ يفتح العميل حساباً للهامش لدى بيت السمسمرة، ويفوضى اتفاق خاص يقوم السمسمار بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش. على أن توضع

الأوراق محل الصفة كرهن لسداد قيمة القرض؛ على أن تسجل الأوراق المشترأة باسم بيت السمسرة وليس باسم العميل الذي أبرمت الصفة لصالحه.

وكم يبدو فإن القيمة النقدية التي يدفعها العميل؛ والمتمثلة في المامش المبدئي هي في حقيقة أمرها هامش أمان للسمسار، هذا ويطلق على هذا النوع من القروض بالقروض التي يمكن استدعاؤها، على أساس أن البنك يمكنه المطالبة باسترداد قيمة القروض في أي وقت. ويدفع السمسار للبنك معدل فائدة يساوي الحد الأدنى لمعدل الفائدة في السوق تقريرياً، أما سعر الفائدة الذي يدفعه العميل للسمسار فيزيد عن سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك بما يتراوح بين 0.5% إلى 2%. بمتوسط قدره 1%؛ ومثل هذه الزيادة عائد إضافياً للسمسار (هندي م.، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1999، الصفحات 135-136).

**2.4. بيع أوراق مفترضة أي البيع على المكتشوف:** الأصل في المعاملات أن تُشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد. وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة، على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتحقق بعض الأرباح Long Position or Going Long. غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقوم به المضاربون؛ وفيه تباع الورقة أولاً ثم تُشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها Short Position or Short Sales. وكما يبدو فإن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق محل الصفة.

وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات؛ أن عملية البيع قد تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفة، لذا يمكن أن نطلق عليه البيع على المكتشوف؛ الذي يقوم على فكرة الرفع المالي أيضاً. هذا ولا يقتصر هذا النوع من المعاملات على فئة معينة؛ بل يمكن أن يمارسه أي شخص تربطه علاقة قوية مع أحد بيوت السمسرة.

وعادة ما يكون قرض البيع على المكتشوف قابل للاستدعاء من أي من الطرفين، في أي لحظة يiddy فيها رغبته في ذلك. وإذا ما كانت الرغبة من طرف المقرض يصبح لزاماً على المفترض رد الأسهم؛ إما بشرائها من السوق أو بإقتناصها من شخص آخر، وذلك في خلال 24 ساعة. وعادة ما يلعب السمسار دوراً في هذا الشأن؛ إذ يقوم بنفسه بالبحث عن طرف آخر يفترض منه ذات الأسهم لحساب العميل، وهي مسألة لا تستغرق وقتاً ولا تخرج عن كونها استبدال مقرض بمقرض آخر (هندي م.، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1999، الصفحات 147-148).

كما ييدو؛ فإن البيع على المكتشوف يعد من أكثر الأنشطة تعقيدا في مجال البورصات، وأننجاح استخدامه مرهون بقدرة القائم به على متابعة ظروف السوق، وقدرته على استخدام أوامر الإيقاف بشكل يمكنه من الحد من الخسارة أو تحجب ضياع هامش الربح.

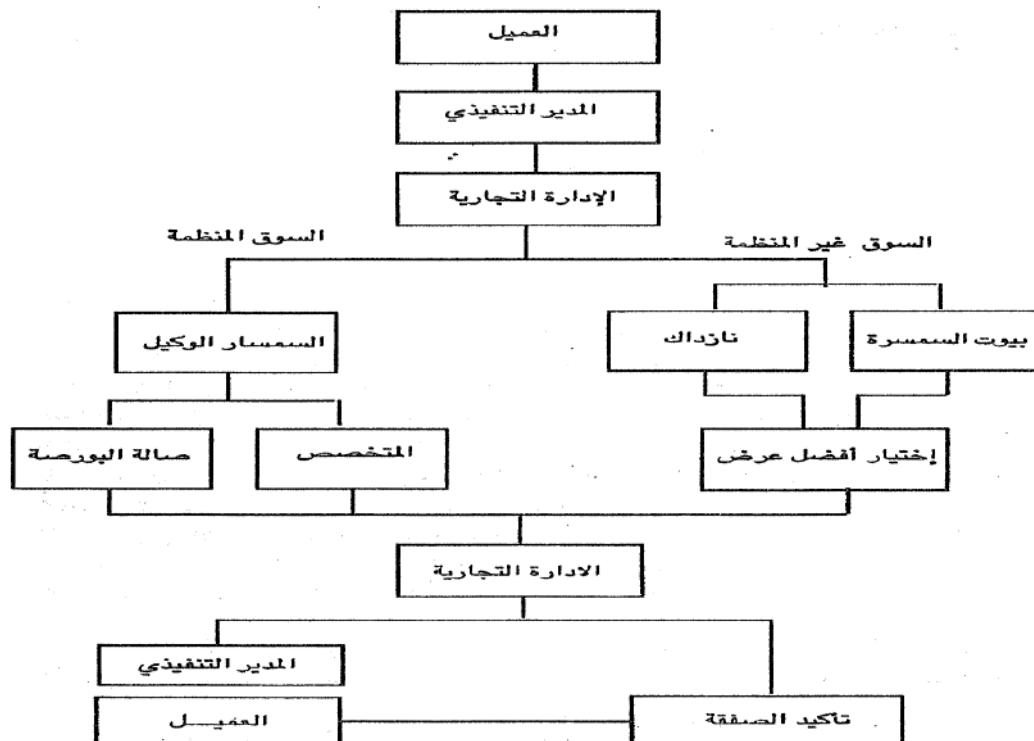
**4. إجراءات المعاملات وتصفية الحسابات:** لتوضيح كيفية تفزيذ المعاملات؛ نفترض أن أحد العملاء قرر شراء كمية من أسهم شركة ما. في هذه الحالة ما عليه إلا أن يتصل بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت المسئرة المسجل في منطقته؛ ويسأله عن أسعار تلك الأسهم. وبحرجه اتمام الاتصال يقوم السمسار أو المدير التنفيذي بالحصول على المعلومات المطلوبة عن تلك الأسهم من خلال الحاسوب، وعادة ما تمثل تلك المعلومات في السعر الحالي؛ وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت، إضافة إلى أقصى سعر يمكن للشخص في البورصة أن يشتري به السهم أدنى سعر يمكن أن يبيعه به. وبالطبع يتم إبلاغ العميل بتلك المعلومات، والتي على أساسها سوف يتخذ القرار. وإذا ما كانت الأسعار مشجعة حينذاك يتوقع أن يصدر المستثمر الأمر للسمسار أو المدير التنفيذي، الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة. وتتضمن تلك المعلومات كافة بيانات الأمر، إضافة إلى الرمز المحدد للسهم المطلوب التعامل عليه. وبحرجه الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للادارة التجارية لبيت المسئرة، والتي يطلق عليها أحياناً إدارة الأوامر؛ حيث تحدد ما إذا كان السهم يتعامل عليه في إحدى البورصات، أو لدى أحد بيوت المسئرة في السوق غير المنظمة

وإذا كان السهم يتعامل عليه في إحدى البورصات تقوم الادارة التجارية بإبلاغ الأمر إلى مقر البورصة، والذي يسمح لبيوت المسئرة المشاركة فيه؛ بإبلاغ أوامر السوق والأوامر المحددة مباشرة إلى المكان الذي يجري فيه التعامل على الأوراق المالية، أو إلى المقر المخصص لممثل بيت المسئرة في البورصة. وإذا لم يكن بيت المسئرة مشاركاً في النظام الإلكتروني، أو أن التعامل يتم في بورصة أخرى ليس فيها مثل هذا النظام، يتم الاتصال تليفونياً بالمقر المخصص لبيت المسئرة في البورصة المعنية.

وبحرجه وصول الأمر إلى المقر المذكور، يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل وإبلاغه بوصول أمر وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة البورصة، وعلى الفور يقوم السمسار الوكيل بنفسه أو يكلف أحد العاملين بالبورصة بالذهاب إلى الكاتب لاستلام الأمر. ثم يقوم (بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة) بتنفيذ الأمر لدى الشخص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

وبحجر تفاصي الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه مباشرة إلى الادارة التجارية بنفس الطريقة التي استلمه بها، والتي ترسل بدورها نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي المحلي الذي استلم الأمر من البداية؛ لكي يبلغه إلى العميل. كما ترسل الادارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل ذاته للتأكد على تنفيذ الأمر. يمكن أن نوضح هذه الخطوات في الشكل (03-04) أدناه.

**الشكل (03-04): إجراءات تنفيذ الأوامر**



المصدر: (هندي م.، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1999، صفحة 167)

ويتم تسوية الصفقة؛ أي تسليم الأوراق واستلام النقود، وهو ما ينبغي أن يتم خلال خمسة أيام عمل، تتحسب منذ تنفيذ الأمر على النحو الذي سبقت الإشارة إليه عند تناول البيع على المكتشوف. وفي اليوم الذي تتم فيه التسوية يقوم المشتري بتسليم السمسار قيمة الصفقة مضافاً إليها العمولة والرسوم، على أن يقوم السمسار في نفس اليوم بتصفية حساب العملية مع المتخصص الذي باع له الأوراق. وبذلك يصبح المشتري هو المالك القانوني للأوراق محل الصفقة. وفي حالة الشراء النقدي تتم انتقال الملكية وتسلیم النقود في ذات اليوم الذي نفذ فيه الأمر (هندي م.، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1999، الصفحات 164-166).

V. نظرة على بورصة الجزائر؛ وكيفية تنظيمها وسيرها: يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصارا SGBV، في 27 شارع العقيد عميرة عوش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكنهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية الالزمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

1. شركة تسيير بورصة القيم: تتکفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية (بورصة الجزائر، 2014):

- ✓ التنظيم الفعلى لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- ✓ التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- ✓ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

1.1. مجلس الادارة: يتكون مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من البنوك الستة المساهمين الوسطاء في عمليات البورصة، وهم:

المدير العام

الرئيس: قائم بالإدارة يمثل المساهم البنك الوطني الجزائري BNA

الأعضاء:

- ✓ عضو؛ قائم بالإدارة يمثل المساهم البنك الخارجي الجزائري BEA؛
- ✓ عضو؛ قائم بالإدارة يمثل المساهم الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط -بنك CNEP BANQUE؛
- ✓ عضو؛ قائم بالإدارة يمثل المساهم بنك الفلاحة و التنمية الريفية BADR؛
- ✓ عضو؛ قائم بالإدارة يمثل المساهم القرض الشعبي الجزائري CPA؛
- ✓ عضو؛ قائم بالإدارة يمثل المساهم بنك التنمية المحلية BDL؛

فيما يلي يمكن توضيح الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر؛ في الشكل (04-04) أدناه.

الشكل (04-04): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.



المصدر: (بورصة الجزائر، 2014 <https://www.sgbv.dz/ar/index.php>)

2.1. لجنة التداول: تم تنصيب لجنة التداول المنصوص عليها في المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98/02 SGBV المتضمن قواعد تسيير حصة التداول، ابتداءً من حصة التداول المنعقدة في يوم 16 أبريل 2001.

وشكلت لجنة التداول وفقاً للقرار رقم (1) ب مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنعقد بتاريخ 19 مارس 2001 . وتضم هذه اللجنة ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. ويتم اختيارهم من بين الوسطاء في عمليات البورصة، وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها، وهو يحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول". ويجوز تعين ممثلين اثنين في اللجنة من نفس البنك الوسيط في عمليات البورصة، ولكن هذا البنك الوسيط لن يكون له الحق إلا في صوت واحد.

ويمكن للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على طلبه، أن يشارك بصفة مراقب في اجتماعات اللجنة . وتسيير لجنة التفاوض، بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسيير بورصة القيم

المقدمة، حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول في البورصة، وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال عقد.

ويتضمن التشكيل الجديد للجنة التداول بعد اجتماعها في يوم 18 أكتوبر 2018 الأعضاء التالية أسماؤهم:

- الرئيس: من شركة تسيير بورصة القيم المقدمة.
- نائب الرئيس: من الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.
- عضو عن القرض الشعبي الجزائري، عضواً مستخلفاً.
- عضو عن بنك التنمية المحلية.
- عضو عن البنك الخارجي الجزائري، و عضواً مستخلفاً.
- عضو عن الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، و عضواً مستخلفاً.
- عضو عن بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- عضو عن البنك الوطني الجزائري.
- عضو عن بنك بي إن بي باريسيا الجزائر، و عضواً مستخلفاً.
- عضو عن سوسيتي جنيرال الجزائري.
- عضو عن تل ماركتس.

### 3. المتتدخلون في البورصة:

1.3. لجنة المراقبة: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها؛ تمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المقدمة، ولا سيما من خلال الحرص على:

- حماية المستثمرين في القيم المقدمة؟
- السير الحسن وشفافية سوق القيم المقدمة.

ومن أجل تمهينها من تحقيق مهامها، تحولت هذه اللجنة بالسلطات التالية: السلطة التنظيمية؛ سلطة الإشراف والمراقبة؛ السلطة التأدية والتحكيمية.

كما تتشكل من رئيس يعين بمحض مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات، ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات. كما خولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل إنجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والرقابة والسلطة التأدية.

#### **أ. السلطة التنظيمية: تصدر اللجنـة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة بـ:**

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلاً عن القواعد المهنية التي تطبق عليها؛
- شروط التداول والمراقبة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السندي؛
- القواعد المتعلقة بتسهيل نظام التسوية/ تسليم المستندات؛
- تسهيل محفظة القيم المنقولة.

وتحضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتنشر في الجريدة الرسمية.

#### **ب. سلطة المراقبة والإشراف: وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:**

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركيـن في السوق؛
- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتواافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- السير الحسن للسوق.

**ج. السلطة التأدية والتحكيمية:** تنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأدية وتحكيمية تتـألف من رئيس وعضوـين (02) متـحبـين من بين أعضاء اللجنة، وعضوـين (02) من القضاة يعينـهم وزير العدل. وتحـتـضـ الغـرـفـةـ فيـ المسـائـلـ التـأـديـيـةـ بـالـتـحـقـيقـ فيـ أيـ خـرـقـ لـالـلـازـمـاتـ الـمـهـنـيـةـ وـالـأـخـلـاقـيـةـ يـرـتكـبـهـ الوـسـطـاءـ فيـ عـمـلـيـاتـ الـبـورـصـةـ،ـ وـكـلـ اـنـتـهـاـكـ لـالـأـحـكـامـ التـشـريعـيـةـ وـالـتـنـظـيمـيـةـ المـطبـقـةـ عـلـيـهـمـ.ـ وـأـمـاـ فيـ الـمـسـائـلـ التـحـكـيمـيـةـ،ـ فـتـحـتـضـ الغـرـفـةـ بـالـتـحـقـيقـ فـيـ التـرـاعـاتـ التـقـنـيـةـ النـاشـيـةـ عـنـ تـفـسـيرـ الـقـوـانـيـنـ وـالـلـوـائـحـةـ التـنـظـيمـيـةـ الـتـيـ تـحـكـمـ نـشـاطـ سـوقـ الـبـورـصـةـ وـالـنـاشـيـةـ بـيـنـ:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛

- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV)؛
- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة

**2.3 المؤمن المركزي:** تم تحديد دور المؤمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعني المؤمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتتدخلين؛
- مرکزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...);
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية: (ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسلیم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ...).

**3.3 وسطاء عمليات البورصة:** حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنهم السلطة المصرفية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومرافقتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد. ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة كما يلي: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP، والقرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريس الجزائر Banque Tell Markets djazair، Société Générale Algérie

ويُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

كما يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المعديل والمتعمد المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمتوجهات المالية بجهة المصدر؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسهيل حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين.

#### 4. الإدراج في البورصة:

##### 1.4. شروط القبول:

###### أ. السوق الرسمي:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم(SPA)؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقدم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي حبير آخر بحيث تعرف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية التزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهمًا كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

**ب. سوق السندات:** تعتبر سندات الاستحقاق و السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر ينحول الحق في سندات رأس المال كسندات دين. باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسة مائة مليون دينار (500.000.000 دج) و ذلك يوم الإدراج .

**ج. سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:** تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و عادة الشروط اللازم لتلبيتها، هذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتحفيتها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرقي البورصة"؛
- تفتح رأس المال بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؟
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهمًا أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج ؟

- تنشر كشوفها المالية المدققة للعامين الماضيين، ما لم تغفلها بجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم بالتجوء العلني إلى الادخار.
- وإلى ذلك، لا تطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية التجوء العلني إلى الادخار.

**د. المستثمرون المؤسسيون:** هي الميّزات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المقوله، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيرة للأصول.

#### 2.4. مزايا الإدراج: يتيح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا:

- رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنمية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ... ) وأيضاً زيادة أو تحسين قدرها الإنتاجية وتحفيض ديونها، لذلك فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب.
- توسيع مصادر التمويل: يجب على الشركة توسيع مصادرها للتتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصلين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقرضة التي تحتاجها.
- توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال ساعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبو في شراء أسهمهم.
- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

- تشجيع الموارد البشرية: فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءاً من العمليات لموظفيها وتحمّلهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتبعة وتحفيز الموارد البشرية.
- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية: تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضاً استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتحجّب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.
- التغيير في نظام "حكومة الشركات": تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعّلين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حكومة للشركات" حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسوية.

### 3.4. عملية الإدراج في البورصة: تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاثة مراحل مهمة هي:

- أ. مرحلة ما قبل الإدراج: هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:
  - القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض ب مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجمعية إلا الصلاحيات التي تمكّنها من تفعيل هذه العملية.
  - الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسويقة.
  - تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعرف اللجنّة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة. ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقدم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائداً الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معًا نقابة التوظيف التي تشجع انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبعى لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف مساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني).

- إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على: طلب القبول؛ حضر الجهة المحوله التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛ مشروع المذكرة الإعلامية؛ مشروع الدليل؛ معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛ معلومات عن التمويل؛ معلومات اقتصادية ومالية؛ الوثائق القانونية؛ تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني).

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

- الانضمام إلى المؤمن المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.
  - حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.
  - بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.
  - كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.
  - تسوية العملية: يقوم المؤمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.
- ب. مرحلة الإدراج: وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعيرة الأولى للسند وسعر إدخال السند. كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ج. مرحلة ما بعد الإدراج: وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق.
- عقد السيولة: يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة وال وسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها وسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرها.

- نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيره السندي في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة ملزمة باطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات. ويتبعها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشف المالي السنوية والفصصية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤمن المركزي على السندات.

**4.4. التكلفة والجباية:** تتطوّر عملية الإدراج في البورصة على مصاريف يتغير مبلغها تبعاً لـ: حجم العملية؛ أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختار؛ حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية. وهي تشمل:

- الرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم المنقوله والمؤمن المركزي وال وسيط في عمليات البورصة قائد الفريق، وهي ملخصة في الجدول أدناه،
- عمولات وأتعاب المراقبة والتوظيف والاستشارات المالية والقانونية،
- مصاريف الإشهار والاتصال

كما تقدّر الرسوم والمصاريف من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كما يلي:

- الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بـ 0.075% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري.

كما تقدّر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة بـ 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول. ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دينار جزائري.

## 5. سير عمل بورصة الجزائر:

**1.5. أسواق بورصة الجزائر:** تتضمّن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقوله سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

أ. تكون سوق سندات رأس المال من:

- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربعة (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

✓ جمع صيدا: الناشر في القطاع الصيدلاني.

- ✓ مؤسسة التسيير الفندقي الأوروبي: الناشطة في قطاع السياحة،
- ✓ أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات،
- ✓ مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بوجوب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

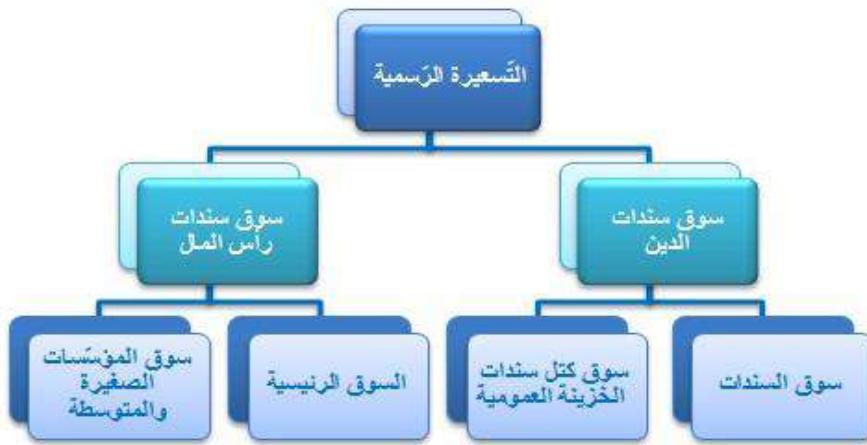
ويعكّن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتّيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم. وتعتبر AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

ب. تكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قریب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتّنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع. ويمثل الشكل البياني (04-05) التسعيرة الرسمية لبورصة القيم :

الشكل (04-05): التسعيرة الرسمية لبورصة القيمة.



المصدر: (بورصة الجزائر، 2014، <https://www.sgbv.dz/ar/index.php>)

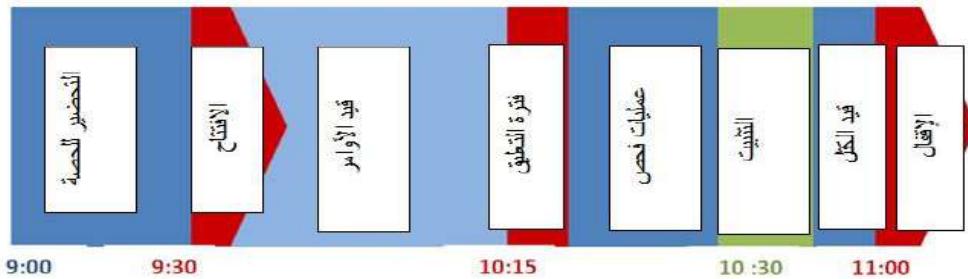
**2.5. مواقف و طريقة التسعير:** تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة أيام في الأسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم و سندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

بحرج استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمها إلى البورصة من أجل تنفيذه. وتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للسعير بطريقة التسعير الثابت. ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، وينبع هذا النوع من التسعير:

- تضييق حجم السندات المتبادلة،
- تقليل احتلال التوازن من جهة المشتري أو البائع،
- تقليل تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل�单ر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق. ويمكن تلخيص مسار حصة التداول في بورصة الجزائر؛ حسب الشكل: (04-06) أدناه:

### الشكل (04-06): مسار حصة التداول في بورصة الجزائر.



المصدر: (بورصة الجزائر، 2014، <https://www.sgbv.dz/ar/index.php>)

### 5.3. أوامر البورصة:

**أ. كيف ندخل الأوامر في البورصة؟:** إن إدخال أمر الشراء أو البيع في البورصة لا يتم إلا عن طريق وسيط في عمليات البورصة معتمد. كما يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تفديه تنفيذاً سليماً، من بينها: هوية مقدم الأمر؛ الغرض من العملية: شراء أو بيع؛ عنوان أو اسم القيمة التي يتعلّق بها الأمر؛ كمية أو عدد السندات المطروحة للتداول؛ السعر الأعلى (للشراء) والأدنى (للبيع) الذي يبدي المستثمر استعداداً لدفعه أو قبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره؛ فترة صلاحية الأمر، والتي يجب أن لا تتعدي 30 يوماً ابتداءً من يوم إنشائه؛ توقيع صاحب الأمر.

**ب. أنواع الأوامر في البورصة:** طبقاً للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية:

- **بيانات السعر:** تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر وهما:

**أمر "محدد السعر":** الأمر "المحدد السعر" هو أحد أنواع الأوامر في البورصة، حيث يحدد المشتري أو البائع السعر المرغوب سواءً كان أعلى أو أقل من السعر الذي قررته لشراء أو بيع السند.

**أمر "بالسعر الأفضل":** الأمر "بالسعر الأفضل" هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تفديه بأفضل سعر متداول في السوق.

- **بيانات الصلاحية:** تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

أمر صالح "مدة يوم": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.

أمر صالح "لتاريخ معين": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.

أمر "ذو صلاحية محدودة": وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوماً ويعُدُّ صالحًا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.

أمر صالح "لغاية التنفيذ": وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقادره في السوق لا تتجاوز ثلاثة أسابيع متتالية.

- نوع خاص: أمر على "كل شيء أو لا شيء": هو أمر للبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجرّبة. وقد تم تجريد التعامل بهذا الأمر مؤقتاً، وذلك لتعزيز سيولة السندات المسورة في البورصة (بورصة الجزائر، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)).

4.5. نظام التسوية و التسلیم: تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقا فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه.

وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

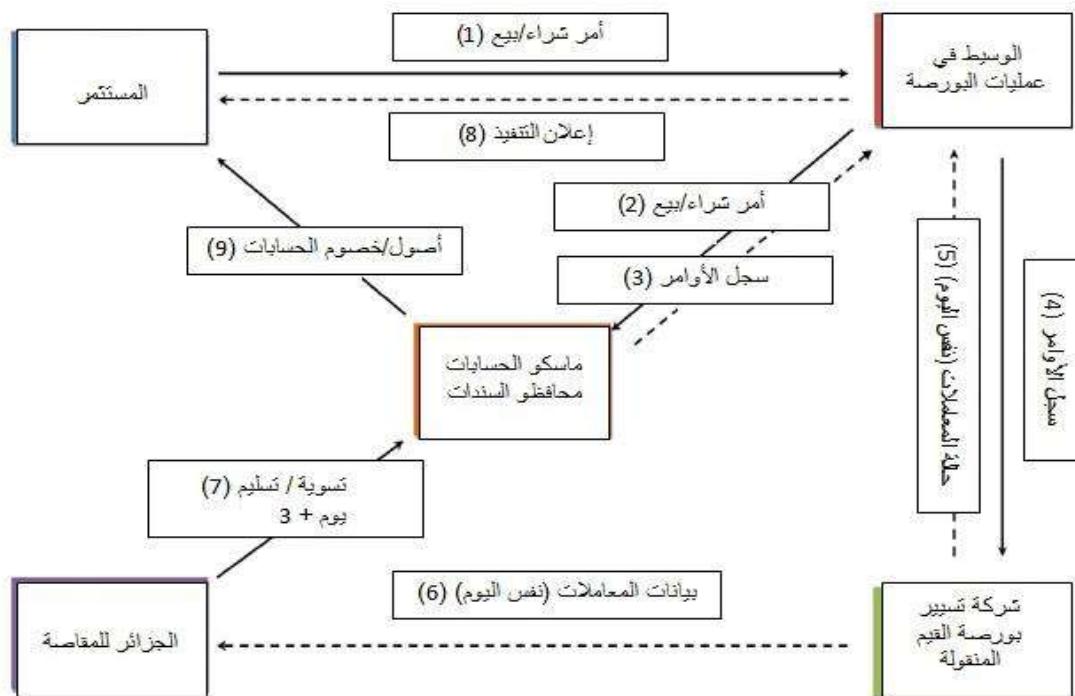
بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراء. ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة و يوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلّي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظي السندات (TCC) .

من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجراءها. وفي حالة عدم تسلیم السندات خلال الآجال

المحددة، يعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفاً عن التسلیم. ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقوله، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق. ويبين الشكل: (07-04) عملية اقتناء و/أو بيع السندات في البورصة:

الشكل: (07-04): عملية اقتناء و/أو بيع السندات في البورصة.



المصدر: (بورصة الجزائر، 2014، <https://www.sgbv.dz/ar/index.php>)

## الفصل الخامس:

### الأسواق المالية

### الإسلامية

**أهداف التعلم:** الكفاءات المستهدفة لهذا الفصل: بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل، سوف تكون قادرًا على  
اكتساب المعارف والمهارات التالية:

**الأهداف العامة:**

أن يفهم الطالب الأسواق المالية الإسلامية.

**الأهداف الخاصة:**

1. أن يتعرف الطالب على ماهية الأسواق المالية الإسلامية.
2. أن يتعرف الطالب على الأسس والمبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية.
3. أن يفهم الطالب أهم أدوات السوق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية.
4. أن يتعرف الطالب على شروط إقامة سوق مالية إسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية ومؤشرات كفاءتها.

تمهيد: تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم؛ حيث يمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنوع محفظته المالية، و اختيار الأدوات الأقوى والأكثر بحاجة ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنمية وضخ الأموال الخالل وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

إن سوق المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبلات والعقود الآجلة بعد تطويرها بما ينفق والشريعة الإسلامية، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

**I ماهية الأسواق المالية الإسلامية:** إن المدف الحقاوي والكامن خلف مشروع إنشاء سوق مالية إسلامية أو بورصة الأوراق المالية الإسلامية هو التزام هذه البورصة بالعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وأسس النظام الاقتصادي الإسلامي، وتجنب العمل المنافق لهما، وإذا لم يتحقق ذلك تعد عملية الإنشاء فاشلة أو مشوهة، وقد تسيء إلى الشريعة الإسلامية أكثر مما تحسن إليها.

**1. مفهوم السوق المالي الإسلامي:** يندر وجود من يعرف السوق المالية الإسلامية؛ حتى مجتمع الفقه الإسلامي في قراره بشأن تطبيقات شرعية لإقامة سوق مالية إسلامية، لم يعرف هذه السوق المشودة.

ولكن يمكن من خلال القراءة والمطالعة في الكتابات المتعلقة بدراسة هذه السوق؛ تمييز التعريفات والمفاهيم الآتية (ولد عالي، 2010، صفحة 120):

- ✓ أنها سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة وحقوق للمتعاملين؛ وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين.
- ✓ كما تعرف الأسواق المالية؛ بأنها أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعتمد على المشاركة في الربح والخسارة.
- ✓ كما ينصرف مفهوم السوق المالية الإسلامية لرأس المال إلى الدلاله على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع المدخرات واستثمارها حسب قواعد الشريعة الإسلامية المجيدة.
- ✓ يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراده ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تتحضر في مكان محدد؛ وإنما في

معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية (حطاب، 2005، صفحة 03).

✓ تحلّي أهمية السوق المالية الإسلامية فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد، حيث أنها تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية (جمع الفقه الإسلامي، 1993).

✓ الأسواق المالية الإسلامية هي ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتفقة والشريعة الإسلامية؛ من طرف أصحاب العجز ثم اقتناها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منتظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي (أبو مؤنس و شوشان ، 2019).

من خلال التعريف السابقة؛ يمكن أن نعرف السوق المالية الإسلامية بأنها كل وعاء يجمع مدخرات المسلمين ويستخلبها حسب وسائل التمويل الإسلامية، كما يستثمرها حسب وسائل الاستثمار الإسلامي.

إذن السوق المالية الإسلامية المنشودة؛ هي سوق مالية متطرورة (بورصة إسلامية) تشمل الأدوات والأوراق المالية من أسهم وصكوك إسلامية، كما تشمل التعامل في النشاطات المالية الأخرى، حسب البذائل الشرعية التي أرساها الاجتهاد المعاصر، كالبدائل عن بطاقة الائتمان، والخيارات والمستقبلات وعمليات الصرف (ولد عالي، 2010، صفحة 121).

2. تاريخ فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية: جاءت دعوات كثيرة بإقامة السوق المالية الإسلامية وتوفير الدعم لها، وظهرت أول دعوة لإنشاء سوق مالية إسلامية منذ ما يقرب عقدين من الزمن من طرف الدكتور سامي حمود، وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984، حيث اقترح تداول الخصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة (وذلك لمعلومة الربح في هذه الصيغ)؛ واقتراح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي، تكون متخصصة في تمويل المرابحة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً، على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة. وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 17 لسنة 1986؛ الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، لتسجيل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال، ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصاديق الاستثمارية في 1987/01/05؛ ثم شركة الأمين للأوراق المالية في 1987/06/28؛ حيث طرحت كل

منهما أول اصدار سنة 1989، ثم تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق رأس المال الإسلامي لتكون بعثة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية.

ثم تواصلت الدعوات بعد ذلك، ولعل من أهم تلك الدعوات المدعومة بالدراسات الخاصة بإقامة سوق مالية إسلامية الدعوة التي أثارها مجمع الفقه الإسلامي سنة 1993؛ من خلال القرار رقم 74 (5/8) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، لتكون بمتابة البديل عن السوق المالية التقليدية، فهذه الأخيرة بشكلها الحالي لا تخدم الاقتصاد، وليس بالنموذج المناسب للنظام المالي الإسلامي. ولقد عقد مجمع الفقه الإسلامي ندوات ومؤتمرات عديدة لبحث التكيفيات الشرعية للأسواق المالية الدولية، وبحثت هذه الندوات والمؤتمرات كل الأدوات المالية المستخدمة في الأسواق المالية العالمية، ومن أهم النتائج والتوصيات التي تمحضت عنها هذه المؤتمرات هو التأكيد على أن الأسواق المالية بشكلها الحالي لا تخدم المسلم، وليس هي المثال الحقيق للنظام المالي الإسلامي، وأنه يجب إيجاد بديل عنها في إقامة سوق مالية إسلامية، ثم جاء التطبيق العملي لهذه الدعوات بإنشاء السوق المالية العالمية في البحرين، وصدر بذلك مرسوم بقانون، وهي ما يسمى بسوق ماليزيا والبحرين، وكانت تجربة رائدة في هذا المجال، كما كان للبحرين فضل السبق في هذا الشأن (ولد عالي، 2010، صفحة 123).

ثم تواصلت الندوات والمؤتمرات والدعوات التي تدعو إلى التأسيس لإقامة سوق مالية إسلامية؛ ومن تلك المؤتمرات: مؤتمر (المؤسسات المالية الإسلامية....معالم الواقع وآفاق المستقبل) الذي عقد خلال الفترة من الخامس عشر إلى السابع عشر من ماي سنة 2005، تنظيم كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة، وغرفة تجارة وصناعة دبي، وقد صدر عن المؤتمر عدة توصيات هامة تتعلق بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

وقد بحث المؤتمر الأدوات المالية الإسلامية، وضرورة دعم المؤسسات المالية الإسلامية القائمة، ثم أصدر توصياته؛ وكانت التوصية التاسعة من توصياته تنص على أنه: "يتبه المؤتمر على ضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية ذات أغرضة وأنشطة مشروعة تكون الأولوية فيها للشركات الموجودة في الدول الإسلامية" (زعير، 2005).

**3. أهمية الأسواق المالية الإسلامية:** تجلى أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ما يمكن أن تقدمه من خدمات للبنوك الإسلامية والتي تمثل خاصة فيما يلي ( سليمان ، 2003، الصفحات 06-07):

أ. إن نجاح البنوك الإسلامية في تعبئة الموارد وجذب الأموال عن طريق ابتكار بعض الأدوات المالية الإسلامية (أي تحقيق السوق الأولية)، يتطلب إيجاد سوق ثانوية لتكامل مع هذه السوق، ولتكون بمثابة الرئة التي تتنفس بها هذه البنوك، حيث تستخدم الفائض من السيولة لديها في هذه السوق، ومتى نقص ما تحتاج إليه من هذه السيولة عند الضرورة.

ب. إن وجود سوق مالية تعمل بأدوات وقواعد إسلامية من شأنه أن يساهم في جذب المدخرات وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واحتلالات رهيبة في هذا المجال. فالرغم من أن دول العالم الإسلامي معظمها مثقل بالديون إلا ماندر، يعتبر (بالرغم من ديونه المائلة) دائنًا بماله من موجودات خارجية تفوق ما عليه من ديون والتي تمثل نسبة 75% من مجموع هذه الموجودات لدى الغرب، كما أن بعض البنوك التقليدية استطاعت بوسائلها الخاصة امتصاص ما يزيد عن 5 مليارات دولار من سيولة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

كما تشير إحدى الدراسات إلى أن الإستثمارات العربية الخليجية لوحدها في الغرب تقدر بأكثر من 700 مليار دولار. وعلى سبيل المثال فإن دولة عربية وهي مصر التي تشن تحت وطأة الديون والتي تجاوزت الـ 50 مليار دولار (قبل حرب الخليج الثانية)، تجد أن حجم الأموال المودعة من طرف أبنائها في الخارج تُقدر بحوالي 80 مليار دولار، والسبب كان الخوف من التأمين وعدم وجود مناخ وقوانين مشجعة على الاستثمار داخل الوطن.

من هنا فإن إعادة توطين هذه الأموال المهاجرة إلى خارج البلاد الإسلامية تتطلب تعاون الحكومات والبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد سوق لرأس المال الإسلامي وتدويره وتسخيره لخدمة التنمية في البلدان الإسلامية.

ج. إن دخول البنوك الإسلامية في استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل يعني تجميد الأموال لمدة طويلة، وعدم القدرة على تحويلها إلى سيولة عند الضرورة وذلك في غياب سوق لرأس المال الإسلامي، وهذا من بين ما يمنع البنوك الإسلامية من الدخول في مثل هذه الإستثمارات التي تعتبر ضرورية لأي عملية تنموية، كما يمنعها ذلك

من التحكم في سيولتها وضبطها وهي من الأمور التي تحرص البنوك على توافرها في أصولها، لذلك اقترح كحلّ لهذه المشكلة تحويل أكبر قدر ممكن من أصول المؤسسات والبنوك الإسلامية إلى عناصر قابلة للتسهيل، ولا يتم هذا إلا بإصدار شهادات قابلة للتداول تمثل الأصول القابلة لهذا الوضع، وإيجاد سوق ثانوية لتداول هذه الشهادات بحيث يصبح جزء هام من أصول البنك الإسلامي على درجة من السّيولة تسمح بقياسها وضبطها.

كما أن السياسة النقدية قد تستدعي أن تتحفظ المصارف بأدوات نقدية قصيرة الأجل كنسبة معينة من مجموع أصول هذه المصارف حتى تستطيع أن تُبقي على درجة من السيولة تؤهلها للوفاء بالتزاماتها حينما تضطر إلى ذلك، وهذا من شروط سلامة النظام المصرفي ككل، لذلك لا بد للمصارف الإسلامية من استخدام الأسواق المالية لهذه الأسباب.

د. يرى الخبراء بأن وجود سوق لرأس المال الإسلامي بأدواته ووسائله يجعل المقارنة الكاملة بين وسائل الاستثمار الإسلامية والوسائل المتاحة للبنوك التقليدية ممكناً وموضوعية أما قبل وجود هذه السوق فإن المقارنة لا تكون منصفة ولا عادلة نظراً لعدم التكافؤ في الظروف والإمكانيات.

**II الأسس والمبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية:** يجب أن توسيس السوق المالية الإسلامية على أسس الشرع، وأن يحكمها القانون؛ ولذلك يجب أن تكون لكل سوق هيئة شرعية رقابية، وكذلك ضرورة وجود هيئة محاسبة ومراجعة وشراف قانوني.

**1. الأسس (الضوابط) التي تحكم الأسواق المالية الإسلامية:** يقصد بالضوابط الشرعية لمعاملات الأسواق المالية؛ الأحكام والأسس الكلية المستمدّة من مصادر الشريعة الإسلامية؛ والتي تحكم المعاملات المالية في هذه الأسواق وغيرها من الأسواق.

ويفيد بمصادر الشريعة الإسلامية في هذا الصدد: القرآن الكريم والسنّة النبوية الشريفة ورأي جمهور الفقهاء، وهذه الضوابط من شأنها العمل على حفظ المعاملات المالية من الانحراف، فهي تضبط هذه المعاملات وتحفظها من الانحراف؛ كما أنها تصلحها من الخلل الذي قد يلحق بها (أبو النصر، 2006، صفحة 11).

**الضابط الأول: الأصل في المعاملات الخل:** ما عليه العلماء أن الأصل في العقود والمعاملات الخل إلا ما استثنى الشرع؛ وهذا يتضمن الإيفاء بكل معاملة وبكل عقد، إذن الأصل في المعاملات والعقود الخل والصحة وعدم التحرير.

**الضابط الثاني: الأصل في الشروط في المعاملات الخل:** ما عليه جمهور أهل العلم هو أن الأصل في الشروط في المعاملات الخل بما يشترطه أحد المتعاقدين من وصف أو شرط الشروط؛ سواء كان شرطاً يقتضيه العقد أو كان شرطاً من مصلحة العقد، أو كان شرط منفعة فالأصل في ذلك الخل. والأمر بإيفاء العقد يتضمن الأمر بإيفاء أصله ووصفه؛ ومن وصفه الشرط فيه.

والمراد بالشروط في العقد هو ما يشترطه أحد العاقدين مما له فيه منفعة، و محل الشرط في العقد أنه يكون قبل العقد أي إذا اتفق المتعاقدان على هذا الشرط؛ كأن يشترط البائع أن يتبع بالبيع لمدة كذا أو أن المشتري يشترط أن يكون الشمن مؤجلاً...، ويشترط لذلك الأمور التالية (فنوز، 2019، الصفحات 42-43):

- ✓ أن يكون محل الشرط في العقد قبل العقد إذا اتفقا عليه.
- ✓ أو يكون في صلب العقد وفي زمن الخيارين (خيار الشرط وخيار المجلس).

### الضابط الثالث: منع الغرر

**أ. مفهوم الغرر:** الغرر في اللغة: اسم مصدر لـ (غَرَّ)، وهو دائر على معنى النقصان، والخطر، والتعرض للهلكة، والجهل. أما في الإصطلاح، فقد عرفه بعضهم، فقال: (الغرر: ما يكون مستور العاقبة)، أو هو ما تردد بين الحصول والفوائد أو ما تردد بين الحصول والفوائد أو ما طُويت معرفته وجُهلت عينه. وع رفه شيخ الإسلام ابن تيمية، فقال: (الغرر: هو المجهول العاقبة).

**ب. ضابط الغرر المنوع في المعاملات:** منع الغرر أصل عظيم من أصول الشريعة في باب المعاملات في المباعات، وسائر المعاوضات؛ فإنه لما كان الخلق في ضرورة إلى المعاوضات اقتضت حكمة أحكام الحاكمين تحقيق هذا المقصود، مع نفي الغرر عن مصادر العقود، ومواردها؛ لتتم بذلك مصالح العباد، وتحسن أموالهم من الضياع، وتقطع المنازعات والمخاصل بينهم. والأصل في ذلك ما رواه أبو هريرة (رضي الله عنه) قال: (نَبِيُّ رَسُولِ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيعِ الْغَرَّ<sup>8</sup>)، وقد دخل تحت هذا النهي مسائل كثيرة؛ فمن ذلك

<sup>8</sup>- رواه مسلم في كتاب البيوع (باب بطلان بيع الحصاة، والبيع الذي فيه غرر)، رقم 1513، 3/1153.

نهي عن بيع حلحلة<sup>9</sup>، والملاقيق<sup>10</sup>، والمضامين<sup>11</sup>، وبيع الشمر قبل بدو صلاحته، وبيع الملامة<sup>12</sup>، وبيع المنايدة<sup>13</sup>، وبيع المعجوز عن تسليمه، كبيع الطير في الهواء، ونحو ذلك من البياعات التي هي نوع من الغرر، المجهول العاقبة، الدائر بين العطب والسلامة، سواء كان الغرر في العقد أو العوض أو الأجل. وما ينبغي ملاحظته في معرفة الغرر الممنوع أن هي الشارع عن الغرر؛ لا يمكن حمله على الإطلاق الذي يقتضيه لفظ النهي، بل يجب فيه النظر إلى مقصود الشارع، ولا يتبع فيه اللفظ بمجرده، فإن ذلك يؤدي إلى إغلاق باب البيع، وليس ذلك مقصودا للشارع، إذ لا تكاد تخلو معاملة من شيء من الغرر؛ ولذلك اشترط العلماء رحمة الله أو صافا للغرر المؤثر، لا بد من وجودها، وهي كما يلي (فندوز، 2019، الصفحات 43-44):

- أن يكون الغرر كثيرا غالبا على العقد: فقد أجمع العلماء على أن يسير الغرر لا يمنع صحة العقود، إذ لا يمكن التحرز منه بالكلية، وذلك كجواز شرب ماء السقاء بعوض، ودخول الحمام بأجرة مع اختلاف الناس في استعمال الماء، أو مكتهم في الحمام، وما أشبه ذلك...
- أن يمكن التحرز من الغرر دون حرج ومشقة: فما لا يمكن التحرز فيه من الغرر إلا بمشقة كالغرر الحالى في أساسات الجدران، وداخل بطون الحيوان، أو آخر الشمار التي بدا صالح بعضها دون بعض، فإنه مما يتسامح فيه، ويفنى عنه، وأما الغرر الذي يمكن التحرز منه فإنه يكون مؤثرا مهما كان يسيرا.
- ألا تدعى إلى الغرر حاجة عامة: فإن الحاجات العامة تتول متزلة الضرورات، وضابط هذه الحاجة هي كل ما لو تركه الناس لتضرروا في الحال أو المال، فإذا دعت حاجة الناس إلى معاملة فيها غرر لا تتم إلا به؛ فإنه يكون من الغرر المعفو عنه.
- أن يكون الغرر أصلا غير تابع: فإن الغرر التابع مما يعفى عنه؛ لأنه يثبت تبعا ما لا يثبت استقلالا.
- أن يكون الغرر في عقود المعاوضات: أما عقود التبرعات، كالصدقة، والهبة، والإبراء، وما أشبه ذلك، فلا يؤثر فيها الغرر. والسبب أن الغرر منع في عقود المعاوضات، وما فيه شائبة معاوضة؛ لأن المال في هذه العقود مقصود تحصيله أو مشروط، فمنع الشارع الحكيم الغرر فيهما، صونا للمال عن الضياع في أحد

<sup>9</sup> - حلحلة: يفتح الجميع، الولد الذي في بطنه الناقة.

<sup>10</sup> - الملائق: وهو ما في بطون الثوف من الأجنحة.

<sup>11</sup> - المضامين: جمع مضمون، وهو ما في أصلاب الفحول.

<sup>12</sup> - الملامة: من اللمس، وهو أن يقول: إذا لمست ثوبك، أو لمست ثوبك، فقد وجوب البيع.

<sup>13</sup> - المنايدة: من النبذ، وهو أن يقول الرجل لصاحبه: إذا نبذت متابعيك، أو نبذت متابعي، فقد وجوب البيع.

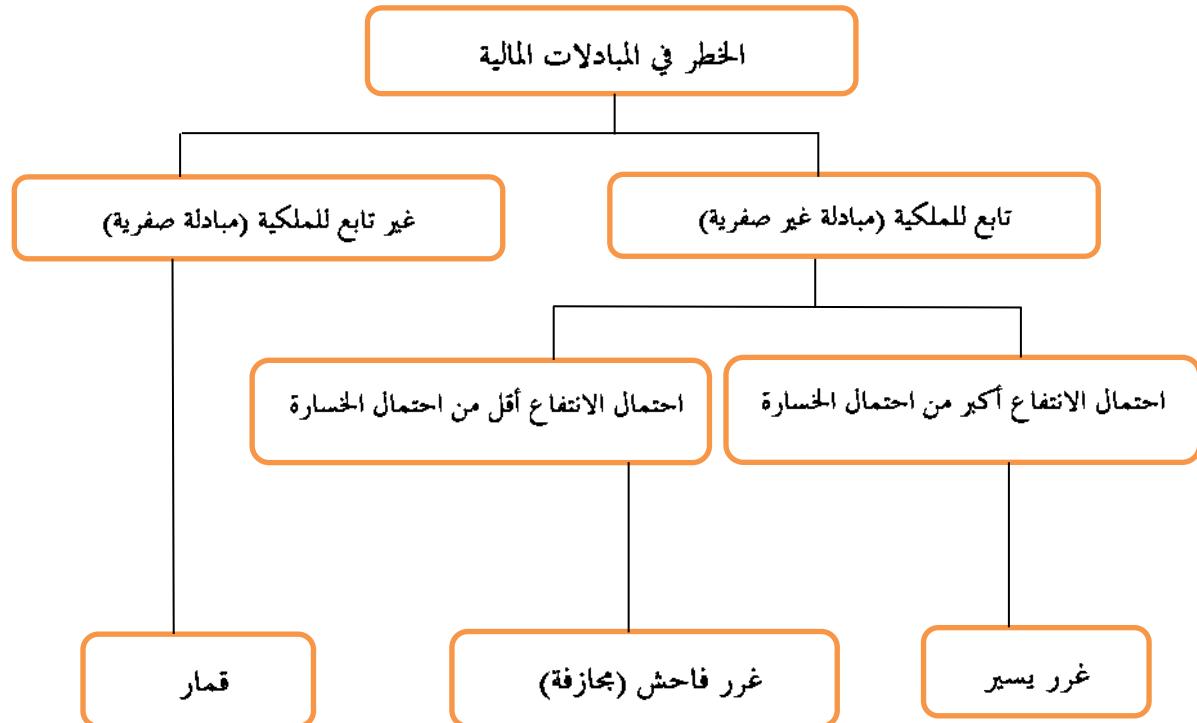
العوضين أو كليهما. أما عقود الإحسان والتبرعات فمقصودها بذل المال وإهالكه في البر، فلذلك لم يأت ما يدل على منع الغرر فيها، وليس كعقود المعاوضات، فتلحق بها.

ج. فهم الغرر بأسلوب جديد: بحسب (السويلم س.، 2002، صفحة 03) فإن حقيقة الغرر أنه معاوضة احتمالية نتيجتها ربح أحد الطرفين وخسارة الآخر، وهو ما يسميه الاقتصاديون: معاوضة صفرية (Game Zero-sum)، فيبع العبد الآبق والبعير الشارد ونحوها معاوضات صفرية، لأنه إن وجد البعير ربح المشتري الذي اشتراه بشمن بخس، وخسر البائع الفرق بين ما باعه وبين قيمته الفعلية. وإن لم يجد المشتري خسر المشتري الثمن وربحه البائع.

والمعاوضة الصفرية هي حقيقة "أكل المال بالباطل"، لأن خسارة أحد الطرفين سببها ربح الآخر، فالربح قد أكل مال صاحبه مما أدى إلى خسارته. والمعاوضة الصفرية هي حقيقة القمار. عرف بعضهم المقامرة على أنها: "البحث عن أرباح من خلال الاعتماد على الحظ والصدفة"

د. ضابط المبادلات الصفرية: من الممكن صياغة المعيار الصافي باللغة الاقتصادية بحسب منفعة الطرفين واحتمالات تتحققها لكل منهما. لكن الضابط الذي يستخدمه الفقهاء أسهل وأوضح في التطبيق، ألا وهو انتفاء الجهة واللائقين من المبادلة، ثم النظر في إمكانية حصول التبادل. فالمبادلة الصفرية لا يمكن أن تتم لو علم الطرفان مسبقاً بالنتيجة التي ستنتهي إليها، وهذا ما عبر عنه الفقيه المالكي أشهب بن عبد العزيز (ت 204هـ) رحمة الله حين علل منع المعاوضة على الضمان بقوله: "ألا ترى أنه لا يصلح أن يقول الرجل للرجل: اضمن لي هذه السلعة إلى أجل ذلك كذلك، لأنه... غرر وقامار. ولو علم الضامن أن السلعة موت أو تفوت لم يرض أن يضمنها بضعف ما أعطاه. ولو علم المضمون له أنها تسلم لم يرض أن يضمنها إياه بأقل من مما ضمنها إياه به...، بل لم يرض بدرهم." وهذا ينطبق بمحاذيره على عقود المستحقات والتأمين التجاري وسائر صور القمار والرهانات (السويلم، 2007، الصفحتان 92-93). يمكن أن نوضح أنواع الخطأ في المبادلات؛ في الشكل (01-05) أدناه.

**الشكل (01-05): أنواع الخطير في المبادلات**



المصدر: (السويلم س.، 2007، صفحة 103)

**الضابط الرابع: منع الربا**

الربا في اللغة: هو الزيادة تقول: ربا الشيء إذا زاد، وأما في اصطلاح الفقهاء، فيتناول أمرين في الجملة (قدوز، 2019، صفحة 45):

أ. ربا الجاهلية (ربا القرض): وهو الزيادة في الدين مقابل التأجيل، سواء اشترطت عند حلول الأجل، أو في بداية الأجل.

ب. ربا البيوع، وهو نوعان:

- ✓ ربا الفضل: وهو الزيادة في أحد البديلين الربويين المتفقين جنسا.
- ✓ ربا النسبة: وهو تأخير القبض في أحد البديلين الربويين المتفقين في علة الربا، وليس أحدهما نقدا.

### الضابط الخامس: سد الذرائع

السد في اللغة: إغلاق الخلل، والذرائع: جمع ذريعة وهي الوسيلة. وأما في الاصطلاح: فهو من الوسائل التي ظهرها مباح وتؤدي إلى حرام، وتنقسم الذرائع إلى ثلاثة أقسام: (فنوز، 2019، صفحة 47)

- ✓ ذرائع أجمع العلماء على سدها: وهي الذرائع المؤدية إلى الفساد والخلل في أمور الدين والدنيا، ومثال ذلك هي النبي صلى الله عليه وسلم<sup>14</sup> المفترض عن أحد المدينه من المدين، لولا يتحذ ذلك ذريعة إلى تأخير الدين للأجل المدينه فيكون ربا، والنهي عن الاحتكار لأنه ذريعة إلى التضييق على الناس في أقوالهم.
- ✓ ذرائع أجمع العلماء على عدم سدها: مثل زراعة العنبر لولا يتحذ حمرا، فالعلماء مجتمعون على أن زراعة العنبر جائزة وإن كان شيء من هذا العنبر قد يشتري ويتحذ ويعصر لكي يكون حمرا، ومع ذلك أجمع العلماء على أن هذه الذريعة لا تسد.
- ✓ الوسائل المباحة إذا أفضت إلى حرام غالبا فإنها تسد<sup>15</sup>.

2. المبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية: من الجوانب المميزة في التمويل الإسلامي هو أنه يعد شكلاً من أشكال الابتكار المالي الذي تعمل فيه العقود القانونية للأنشطة الإنتاجية التابعة لقطاع حقيقي بمثابة أساس للوساطة المالية (الوساطة التي يجب أن تخدم غرضًا مفيدًا اجتماعيا).

وهكذا تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل كحلقة وصل بين الإدخار والإستثمار وذلك من خلال أهمية عملية الاستثمار في تحقيق النمو الاقتصادي؛ لأن الاستثمار عامل مهم في رفع انتاجية العمل وزيادة الإمكانيات الإنتاجية، وهنا يبرز دور الأسواق المالية في تجميع ادخارات الأفراد وتحويلها إلى استثمارات فعلية تؤدي إلى زيادة الإنتاج والدخل واستخدام القوى العاملة.

ولقيام هذه السوق المالية وفق أسس الشريعة الإسلامية يجب توفر مجموعة من المبادئ أهمها (طه، 2013، صفحة 03):

- ✓ المنافسة الحرة والعادلة.

<sup>14</sup>- رواد مسلم بهذا المفهوم (باب لعن آكل الربا وموكله) في كتاب المساقاة، رقم 1598، 1213/3.

<sup>15</sup>- مذهب المالكية هو أحسن المذاهب فيما يتعلق بسد الذرائع ثم بعدهم مذهب الحنابلة، وعند الحنفية والشافعية يقولون: لا يجب سد الذرائع المباحة التي تقضي إلى حرام.

- ✓ تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
- ✓ توافر معلومات كاملة للمشترين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددها ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر السلعة وهو ما يطابق مفهوم كفاءة السوق في الأسواق المعاصرة.
- ✓ عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق بخبا للاستغلال.
- ✓ العمل قدر المستطاع على تجنب "الواسطة" في المعاملات إلا إذا كانوا يؤدون بحسن نية خدمات تساعد على سلامة التعامل في السوق.
- ✓ عدم السماح للمضاربات بتحاوز دورها الاقتصادي في الترجيح من حيث الوقت والمكان؛ ويصبح غاية في حد ذاته وبالتالي تصبح العملية لها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي وحيث يتم بسببها تجميد موارد ضخمة بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية المفيدة للمجتمع.

ويلاحظ أن هذه المبادئ نفسها تطبق في تنظيم الأسواق المالية المعاصرة، ففي السوق الاقتصادية الإسلامية ترك الحرية لقوى السوق كي تؤدي دورها في تحديد الأسعار في حالة الاستقرار، أما إذا ظهرت في السوق تأثيرات احتكارية يتحمل أن تؤدي إلى تشويه آلية التحديد الحر للأسعار فإنه يجوز للدولة أن تتدخل حتى تعيد العدل إلى السوق.

كذلك من ضمن المبادئ الأساسية للسوق المالية الإسلامية؛ نجد (نصار):

- ✓ الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: بشكل عام تدخل الإسلام ب بكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغدر والعنف والتسليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.
- ✓ الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية ويعيها ليس بغرض الاستثمار أو الإستراحة ولكن بعرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميل احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى

الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والاجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام<sup>16</sup> "المحتكر ملعون والجالب ممزوج".

✓ **المساهمة الحقيقة في التنمية الاقتصادية:** إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقة، وهذا ما يتميز به الأسواق المالية الإسلامية كما ذكرنا آنفاً، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

**III** أهم أدوات السوق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية: تتناول فيما يلي؛ الجوانب الشرعية للأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة، من حيث حكم إصدار الأسهم وحكم بيعها وتقسيطها؛ وكذلك حكم إصدار السندات وأذون الخزانة ووثائق وصكوك الاستثمار وصكوك التمويل. كما تتناول الحكم الشرعي للعقود المستقبلية والمشتقات المالية والتكييف الفقهي لصناديق الاستثمار.

#### 1. الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم والسندات:

1.1. حكم إصدار الأسهم وتملكها: بصفة عامة؛ أحجاز الفقهاء إصدار وتملك الأسهم إذا كان نشاط الشركة المصدرة جائزًا شرعاً، وذلك باعتبار أن الأصل في المعاملات الحلال. وفيما يلي سنين شروط إصدار وتملك هذه الأسهم (أبو النصر، 2006، الصفحات 108-109).

أ. حكم إصدار أسهم لحامله أو لأمره: يرى بعض الفقهاء جواز إصدار أسهم لحامله أو لأمره، ومستند جواز ذلك هو أن الشارع قد رغب في توثيق الحقوق وحفظها بالكتابة وغيرها، ولكنه لم يحدد لذلك شكلًا معيناً، فإذا تم ذلك بإصدار أسهم مكتوب عليها أسماء الشركاء كان ذلك جائزًا، كما أنه إذا تم بكتابة أسماء الشركاء في سجلات خاصة، أو بأي طريقة أخرى؛ أو لم تكتب الأسماء أصلًا فإن ذلك جائز. في حين يرى البعض الآخر عدم جواز إصدار أسهم لحامله لما قد يؤدي إليه ذلك من نزاع وخصومة.

ب. حكم شراء أو بيع الأسهم نقداً أو بأجل: يجوز شراء الأسهم وبيعها حالاً أو آجلاً.

ج. حكم تقسيط قيمة الأسهم: يجوز تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب، شريطة أن يكون التقسيط شاملًا جميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب لها.

<sup>16</sup>- الدارمي في سنته بباب: في النهي عن الاحتكار، حديث رقم 2514.

د. حكم تقاضي الشركة المصدرة للأسهم رسوم إصدار: يجوز للشركة المصدرة للأسهم أن تضيف نسبة معينة إلى قيمة السهم عند الاكتتاب لتعطية تكاليف الإصدار؛ وهو ما يعرف باسم برسوم الإصدار، مادامت تلك النسبة مقدرة تقديراً مناسباً.

هـ. حكم إنشاء شركة مساهمة: انتهى بجمع الفقه الإسلامي إلى القول بجواز إنشاء شركات المساهمة والأسهم فيها، حيث ورد ما نصه: "بما أن الأصل في المعاملات الخل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز".

و. حكم تداول الأسهم بالبيع والشراء: يجوز تداول الأسهم بيعاً وشراء لأن من حق صاحب السهم أن يتصرف في ملكه بما شاء؛ مالم يترتب على ذلك ضرر الآخرين، كما أن في ذلك تحقيقاً لمصلحة تمثل في بيع ما تمثله الأصول (الأسهم) دون بيع للأصول ذاتها.

يـ. حكم إصدار الأسهم الممتازة: يجوز إصدار أسهم ممتازة إذا كان الامتياز يتعلق بالجوانب الاجرامية أو الادارية، كما لا يجوز إصدار أسهم ممتازة؛ إذا كان الأمر يتعلق بضمان رأس المال أو ضمان قدر معين من الربح؛ أو تقديمها عند توزيع الأرباح أو عند التصفية، لأن ذلك يؤدي إلى قطع الاشتراك في الربح، ووقوع الظلم على الشركاء الآخرين.

2. حكم إصدار وتملك السندات وأذون الخزانة: يمثل السند مديونية على الجهة المصدرة له، ومن ثم يكون حامل السند دائناً لهذه الجهة. وهذه السندات لا تتفق مع أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية؛ ولذا فإن إصدارها وتملكها غير جائز شرعاً. أما الفوائد المرتبة على تملك هذه السندات فإن ملكيتها حرام، ويجب صرفها في وجوه الخير؛ فيما عدا بناء المساجد وطبع المصاحف، ويعتبر هذا الصرف للتخلص من الحرام (أبو النصر، 2006، صفحة 112).

وبالنسبة لجمع الفقه الإسلامي فله فتوى تنص على "أن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محظمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة. ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملزمة بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً. كما تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصافي باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسماً لهذه السندات. كما تحرم أيضاً السندات ذات الجواز باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة

لجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعين، فضلاً عن شبهة القمار (جامعة الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم: 60 (11/6) بشأن السندات، 1990).

أما أدونات الخزانة؛ فهي تمثل أوراقاً مالية قصيرة الأجل (لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة)، تصدرها الحكومة بهدف سد احتياجاتها العاجلة، ولذا فهي تعد أحد صور السندات التي تصدرها الحكومة غير أنها قصيرة الأجل. وهذه الأدون حكمها الشرعي حكم السندات في عدم الجواز، وتعامل الفوائد المترتبة عن تملك هذه الأدون معاملة الفوائد المترتبة على تملك السندات (أبو النصر، 2006، صفحة 112).

**3. حكم إصدار وتملك صناديق الاستثمار:** يقصد بصناديق الاستثمار تلك الصكوك التي تعطي حامليها الحق في المشاركة في نتائج استثمارات صناديق الاستثمار في الأوراق المالية، كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع المثبتة في نشرة الاكتتاب التي تصدرها هذه الصناديق.

**1.3. الأساس الشرعي للصناديق الاستثمارية:** للصندوق الاستثماري شخصية اعتبارية؛ حيث تجري العقود باسم الصندوق في تملك الوحدات الاستثمارية<sup>17</sup> والبيع والشراء والاقتراض والاقراض وغير ذلك. لذا نجد صوراً عديدة في كتب الفقه تمثل حقيقة الشخصية الاعتبارية وبياها فيما يلي (يوسف، 2014، صفحة 184):

**أ. شخصية بيت المال (خزينة الدولة العامة):** جاء الشعاع الإسلامي بنظرية فصل بيت المال عن مال السلطان وملكه الخاص، واعتبر أن بيت المال له قوام حقوقى مستقل يمثل مصالح الامة في الأموال العامة، وبهذا يكون كل قسم من بيت المال ذا شخصية حكمية منفصلة عن الآخر ضمن الشخصية الكبرى لبيت المال العام، لأن لكل قسم استحقاقات وأحكاماً تخصه، فلا ينفق منقسم فيما يعود إلى آخر على سبيل الخلط، بل على سبيل القرض بين الفروع، تماماً كما عليه الفكرة المالية القانونية الحديثة في تنظيم خزينة الدولة العامة وفروعها.

**ب. شخصية الوقف:** الوقف يستحق ويستحق عليه ويليه أمره تجاه السلطة القضائية؛ فيشتري المتولي للوقف ما يحتاج إليه؛ فيملك الوقف ويدفع ثمنه من غلته، وكذلك يستدين المتولي لجهة الوقف عند الحاجة بإذن القاضي، فالوقف في كل ذلك هو المالك والدائن والمدين لا المتولي ولا المستحقون فيه، وإذا خان ناظر الوقف مصلحة الوقف؛ أو أساء التصرف فيه أو خالف شروط الوقفية يتزع الوقف من يده، ويضمن بالخيانة أو التقصير أو التفريط.

<sup>17</sup>- الوحدة الاستثمارية: هي النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الصندوق؛ وتمثل الوحدة في صك يعطى للمساهم بمثابة وسيلة في الاباحات حقوقه في الصندوق.

ج. شخصية الدولة: إن ما يرمي رئيس الدولة ملزم للأمة، ولا يجوز للرعاية مخالفته ما لم ينته أجله، أو ينقض نقضاً مشروعاً بعد إنذار وإهمال، وهذا يعني اعتبار الدولة شخصاً حكماً يمثله الحاكم.

ومن هنا أقر الفقهاء المعاصرون بأن للصناديق الاستثمارية شخصية اعتبارية مستقلة، وقالوا أن الاكتتاب في الصندوق وفق ضوابط شرعية فيها تحقيق لصالح الناس ولا تعارض نصاً في الشريعة الإسلامية؛ مادامت ضمن ضوابط لا تدع مجالاً للتراء، وأجازوا إجراء العقود باسم الصندوق سواء في ملك الوحدات الاستثمارية؛ أو البيع والشراء والاقراض والاقراض وغير ذلك.

ونظراً لما في التشريع الإسلامي من مرونة فيمكن الاستثمار والتمويل بأي صيغة كانت على أن تنضبط بالقواعد الشرعية.

**2.3. الاكتتاب في الصناديق الاستثمارية:** معظم الصناديق الاستثمارية تنص في لوائحها التنظيمية على حق إسهام الجهة المصدرة في رأس مال الصندوق، وأنه سوف تُعامل وتستحق كل حقوق المشاركة فيما يتعلق بالوحدات التي تكتب فيها، وهذه الصيغة تحقق فائدة كبيرة لنجاح عمل الصندوق الاستثماري.

بالنسبة للحكم الفقهي لمشاركة المؤسس (جهة الإصدار) بجزء من رأس المال الأصل في المضاربة؛ أن يكون رأس المال من أحد العاقددين، والعمل من العاقد الآخر ومساهمة جهة الإصدار (المؤسس) في رأس المال ويكون المال مشتركاً بين الطرفين؛ والعمل من أحدهما، هذه الصورة لا خلاف فيها بين الفقهاء على الجواز إذا كانت بإذن رب المال أو تفويضه، وهذا التفويض واقع بمحض الاكتتاب وفق الشروط المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب ووفق تعليمات البنك المركزي الذي ينص على وجوب المشاركة بمقدار لا يقل عن خمسة بالمائة ولا يزيد عن خمسين بالمائة (يوسف، 2014، صفحة 189).

كما جاء هذا المعنى في فتوى لجمع الفقهاء المسلمين التي تنص على "أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بما هو المضارب أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الوحدات، فهو رب مال بما أسهم به؛ بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس" (جمع الفقهاء الإسلامي الدولي، قرار رقم: 30 (5/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، 1988).

وعلى هذا يمكن للجهة المصدرة للصناديق الاستثمارية أن تنص في نشرة الإصدار أو في لائحة الصناديق على حقها في المشاركة في رأس مال المضاربة وحصولها على أوراق مالية بقدر الأموال التي تقدمها. وتكون الجهة المصدرة مالكة للصندوق الاستثماري بقدر الحصة المكتتب بها.

**4. الصكوك المالية الإسلامية:** لاقت الصكوك المالية الإسلامية انتشاراً واسعاً في كثير من دول العالم، وذلك لما حققته من نتائج إيجابية في مجالات التمويل والاستثمار في كثير من القطاعات الاقتصادية، كما أنها تتميز بعده أنواعها كصكوك المشاركة والمضاربة والسلم وغيرها؛ مما فتح أبواباً كثيرة للاستثمار، فأدى ذلك إلى زيادة قوة الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات التمويل الإسلامي، وأكيد صندوق النقد الدولي أن هذه الأدوات المالية الإسلامية تشهد نمواً متسارعاً في السنوات الأخيرة. وهذا لما تقدمه من حلول تتماشى مع رغبات المستثمرين والشركات المالية وحتى الأفراد.

#### 1.4. مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية:

**1.1.4 مفهوم الصكوك الإسلامية:** تسمى عملية إصدار الصكوك الإسلامية بالتصكير، وكان يطلق عليها في البداية أيضاً مصطلح التوريق والتسييد، وقد ورد تعريف التصكير في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأن: التصكير (التوريق الإسلامي) هو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الكتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحکامه (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم: 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، 2009).

كما يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضارباً، وتتمثل حصة شائعة في رأس مال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد، وتتميز بآجال متفاوة وبقدرة مختلفة على التداول.

كما يمكن اعتبار الصكوك؛ أداة استثمارية تقوم على أساس المضاربة أو نشاط استثماري معين؛ بحيث لا يكون لمالكه فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون له نسبة من الربح (إن تحقق) من هذا المشروع بقدر ما يملك من الصكوك، فالصكوك الإسلامية إذن معرضة للربح والخسارة على السواء كأي استثمار يخضع لأحكام الشريعة الإسلامية (كمال محمد، 2012، صفحة 74).

كما عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية التي أطلقت عليها اسم (صكوك الاستثمار) تيزاً لها عن الأسهم والسنديات التقليدية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقبل باب الكتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

ويمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي: أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية تعطي حامليها حق الاشتراك مع الغير بنسبة معوية في ملكية وصافي إيرادات أوأرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو يتم إنشاؤه من حصيلة الكتاب وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري أن تكون أعياناً أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب قواعد مالية إسلامية معينة (المحرري).

**2.1.4. خصائص الصكوك الإسلامية:** تميز الصكوك بسمات وخصائص لا بد من توافرها، حتى يكون إصدارها وتداروها، والأرباح المحققة منها موافقاً لأحكام الشريعة الإسلامية من جهة، ومحققاً للغرض من إصدارها من جهة أخرى، وهذه الخصائص تمتاز بها عن الأدوات المالية الأخرى، وهي كالتالي (عوجان،

2015، الصفحات 14-16):

- ✓ الصك وثيقة ثبت الحق لصاحبها في ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك، ولهذا يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.
- ✓ يمثل الصك نصياً شائعاً في الموجودات وحقوق المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا فإن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.
- ✓ صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيه من العائد ويتحمل نصيه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك، باعتباره رب مال في اختصاصه بملكه وما يطرأ عليه من العوارض.
- ✓ شروط التعاقد يحددها مصدر الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد.
- ✓ هناك علاقات تنشأ بالتعامل بالصكوك بين الأطراف، فتوجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهذه العلاقة بين الشركاء في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب مال بمضارب وليس علاقه دائنه بمدين.

إذن يجب أن تكون الصكوك المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، ومن حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المخصوصات الشرعية في المعاملات.

#### **2.4. أنواع الصكوك المالية الإسلامية:** يمكن تقسيم الصكوك على حسب وسيلة التمويل الإسلامي كما يلي:

**1.2.4 صك المشاركات:** التمويل بالمشاركة هو الاستراتيجية الرئيسية للتمويل الإسلامي وفق قاعدة رئيسية في توزيع الربح وهي (كمال محمد، 2012، صفحة 78):

- أن تكون نسبة التوزيع محددة مقدماً.
- أن يكون الربح والخسارة بينهم بنسبة شائعة معلومة من رأس المال؛ ليست نسبة ثابتة.

ويمكن تقسيم المشاركات من عدة اتجاهات.

- وفقاً لطبيعة الأصول المملوكة: هناك مشاركات في النفقات المتغيرة؛ والمشاركة المستمرة التي تدخل في تكوين رأس المال الثابت.

- وفقاً للاستمرار: المشاركة المستمرة في شكل أسهم؛ والمشاركة المتناقصة التي يسترد فيها المضارب مشاركته بالتدريج مع حصة ربحه.

- وفقاً لأغراض المشاركة: منها المشاركات التجارية؛ المشاركات الزراعية؛ والمشاركات الصناعية.

- وفقاً للمدة: قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

- وفقاً للاستخدام: مشاركات عامة ومشاركات متخصصة لمشاريع معينة أو نشاط معين.

**2.4. صك صناديق الاستثمار:** يقوم صك صناديق الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية ذات الفرص الاستثمارية المناسبة لمشروعات قائمة بالفعل دون إفحام نفسها في مجالات الاستثمار المباشر في هذه المشروعات، وتتصدر هذه الصناديق صكوك مالية تعرف باسم وثائق الاستثمار مقابل الأموال النقدية التي تتلقاها من الغير، وتمثل كل وثيقة حصة نسبية في صافي أصول الصندوق مع مراعاة الضوابط الشرعية في شراء وبيع الأوراق المالية (كمال محمد، 2012، صفحة 80).

**3.2.4. صك المضاربة:** تعتبر صيغة المضاربة من أهم الصيغ الاستثمارية الإسلامية؛ لأنها تقوم على التألف الحقيقي بين من يملكون المال؛ وليس لديهم الامكانية لتشغيله وبين من يملكون الخبرة؛ إلا أنهم لا يملكون المال، ويمكن القول أن المضاربة هي نوع من أنواع المشاركة، ولكن بين طرفين الأول يملك رأس المال والآخر العمل.

وتقسم المضاربة إلى قسمين (كمال محمد، 2012، صفحة 81):

- مضاربة مطلقة: وهي التي لا ينحصر فيها حملة الصكوك مشروعًا معيناً، وأنما ينحول المضارب في اختيار المشروع المناسب حسب خبرته.
- مضاربة مقيدة: وهي التي ينحصر فيها حملة الصكوك مشروعًا معيناً أو مجالاً معيناً يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة، ولا يتحقق له الخروج عنها وإلا اعتير متعدياً، وتكون محددة بعدها معينة حسب عمر المشروع.

**4.2.4. صك بيع السلم:** السلم هو: «أخذ عاجل بأجل». أو «عقد على موصوف في الذمة مؤجل بشمن مقبض بمجلس العقد». **وصكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم ملكة لحامل الصكوك. «فالمصدر لصكوك السلم هو البائع لبضاعة السلم أو المؤسسة المالية التي تتوفر عنده لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلتها، ويكتب فيها المشترون لبضاعة السلم بقصد بيع هذه البضاعة بعد قبضها بشمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم.

فمصدر الصك قد يكون مشترىً لعين مصنعة، وهي عين موصوفة في الذمة يتلزم بائعها بتصنيعها بمواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معلوم في مقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده في أجل محدد، والمكتبون في الصكوك هم البائعون لهذه العين، بقصد تحقيق ربح، يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثمن الاستصناع، وحصيلة الصكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع المواري لها. ويتولى البنك الإسامي تنظيم عملية الإصدار، ويكون مديرًا للاستثمار، وقد يتولى مع ذلك وظائف أخرى حسب ما تحدده نشرة الإصدار. وتشمل صكوك السلم بإحدى وسائلين:

- ✓ أن يكون مصدر الصكوك قد اشتري بضاعة سلماً.
- ✓ أن يتعهد مصدر الصكوك في نشرة الإصدار بشراء بضاعة سلماً، ومن ثم يبعها لحساب حملة الصكوك (عوجان، 2015، صفحة 40).

**5.2.4. صكوك الإجارة:** تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التشكيل الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدرّ دخلاً، والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلّق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك)؛ يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية.

**أ. المفهوم:** الإجارة هي عقد على منفعة معلومة مباحة من عين معينة، أو موصوفة في الذمة، أو على عمل معلوم بعوض معلوم مدة معلومة، أو أنها تملك المنفعة بعوض، أو أنها: بيع المنافع.

كما أن صكوك الإجارة هي وثائق متساوية القيمة عند إصدارها ولا تقبل التجزئة، ويمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو ملكية منافع أو خدمات من عين معينة أو موصوفة في الذمة. ويحمل هذا التعريف أبرز خصائص صكوك الإجارة، كتساوي قيمتها الاسمية عند الإصدار، وعدم قابليتها للتجزئة في مواجهة المصدر، وكونها قابلة للتداول.

**ب. خصائص صكوك الإجارة:** أنها قابلة للتداول وقليلة المخاطر ولا تمثل مدینونية على الخزينة فلا حاجة لإطفارها و تستخدم في تمويل المشروعات الكبرى، وأنها متوسطة و طويلة الأجل ويمكن استخدامها من قبل البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة مثل سندات الدين وتتوفر للدولة ميزة تملك المشروع في نهاية العقد.

**ج. صكوك الإجارة المتتهية بالتمليك:** الإجارة المتتهية بالتمليك هي عقد بين طرفين يأجر فيه أحدهما لآخر سلعة معينة مقابل أجرة معينة يدفعها المستأجر على أقساط خلال مدة محددة، تنتقل بعدها ملكية السلعة للمستأجر عند سداده لآخر قسط بعقد جديد (عوجان، 2015، صفحة 35).

#### 6.2.4. صك النشاط الزراعي: يمكن للجهة المصدرة للصك أن تقسم هذه الصكوك إلى ثلاثة صكوك هي:

**أ. المزارعة:** في اللغة مفاعله من الزرع، وشرعها هي دفع الأرض إلى من يزرعها أو يعمل عليها والزرع بينهما، وهي جائزة في قول أكثر أهل العلم.

**ب. المساقاة:** في اللغة مأخوذة من السقي، وشرعها هي عقد على القيام بخدمة شجر أو نبات بجزء من غلته.

**ج. المغارسة:** لغة؛ الغرس من غرس الشجر، ويقال للنحلة؛ أو ما تنبت: غريسة، وشرعها: دفع أرض مدة معلومة على أن يغرس فيها غراساً، على أن ما تحصل من الإغراس والثمار يكون بينهما (كمال محمد، 2012، صفحة 89).

**7.2.4. صكوك المراححة:** هي وثائق متساوية القيمة، يصدرها البائع لسلعة أو بضاعة المراححة، والمكتبون فيها هم المشرون لبضاعة المراححة؛ لتحصيل ثمن البضاعة، وتصبح بضاعة المراححة مملوكة لحملة الصكوك ويستحقون ثمن بيعها.

والمدارف من إصدار صكوك المراححة هو تمويل عقد بيع بضاعة مراححة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشري مراجحة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراححة وقبضها قبل بيعها مراجحة (عوجان، 2015، صفحة 37).

**8.2.4. صكوك الاستصناع:** عقد الاستصناع هو عقد على مبيع في الذمة موصوف، تظهر فيه صناعة البائع على وجه مخصوص. كذلك هو عقد وارد على شيء يراد صنعه، فيكون محل العقد الشيء والعمل وبعبارة أخرى هو طلب عمل شيء خاص على وجه مخصوص مادته من الصانع أي أنه عقد مع ذي صنعة على عمل شيء معين. وقد يسلم جميع الثمن أو بعضه إلى الصانع عند العقد أو قد لا يسلم إليه شيء عند العقد، وإنما يدفع له الثمن على دفعات تستكمل مع تسليم التعاقد عليه.

كما أن المصدر لصكوك الاستصناع هو الصانع (البائع) والمكتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الكتاب هي تكلفة المشروع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد. وتتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمددة الالزامية لتصنيع العين المبيعة استصناعاً وبضم الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

ويستحق حملة الصكوك ثمن العين المصنعة، ويتمثل الربح بالنسبة لهم في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي، وثمن الاستصناع. ويجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع، إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع (عوجان، 2015، الصفحتان 42-44).

**5. المشتقات المالية:** يمكن تلخيص الحكم الشرعي في عقود المشتقات المالية كما يلي (أبو العصر، 2006، صفحة 122):

✓ يشترط في عقد البيع في الفقه الإسلامي انتقال ملكية المبيع من البائع إلى المشتري في الحال واستحقاق البائع للثمن، وفي عقود المشتقات فإن البائع لا يمتلك ما يبيعه فهو يبيع ما لا يملك.

- ✓ إن عقود المشتقات تدخل في باب بيع الإنسان ما ليس عنده، وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن ذلك بقوله: (لا تبع ما ليس عندك)<sup>18</sup>، وكذلك بقوله: (من ابتع طعاما فلا يبعه حتى يستوفيه)<sup>19</sup>.
- ✓ إن عقود المشتقات تدخل في باب بيع ما لم يقبض.
- ✓ إن عقود المشتقات تدخل في باب الكالى، أي بيع الدين بالدين؛ حيث يتاحل تسليم المبيع كما يتاحل تسليم الثمن، وعن ابن عمر رضي الله عنهما أن رسول الله صلى الله عليه وسلم "نهى عن بيع الكالى بالكالى"<sup>20</sup>. أي بيع الدين بالدين. وقد أجمع الفقهاء على عدم جواز ذلك.
- ✓ أن هذه العقود لا تفيد التملك في الحال، وهذا لم يجزه الفقهاء إلا في بيع السلع.  
ولذا، فإن هذه العقود غير جائزة شرعا.

**IV شروط إقامة سوق مالية إسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية ومؤشرات كفاءتها:** إذا ما اتضحت أهمية إقامة سوق مالية إسلامية بأقسامها المختلفة، والتي تشمل سوق النقد، وسوق رأس المال، علاوة على سوق السلع، وسواء كانت سوق إصدار أم تداول، وسواء كانت منظمة أم غير منظمة؛ فإن هذه الأنواع التي يمكن للسوق المالي الإسلامي الظهور من خلالها مثل قيمة واجبة الإيجاد لاكتمال النظام المالي الإسلامي وتحقيق مقاصده، وأهداف المشاركين فيه؛ وذلك لن يتحقق بمجرد إصدار قرار بإنشاء سوق مالية إسلامية؛ وإنما يجب تحقيق متطلبات النجاح متمثلة باستيفاء عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجب توفرها في كافة أطراف السوق المالي الإسلامي، وبما يراعي خصوصية كل طرف. وفي سبيل إقامة سوق مالية إسلامية يجب توفر مجموعة من الشروط؛ كما يجب أن يتضمن فالسوق المالي بالكفاءة.

- 1. الشروط الواجب توفرها لإقامة سوق مالية إسلامية:** لكي يتم إقامة سوق مالي إسلامي يجب أن تتحقق مجموعة من الشروط الكفيلة بنجاحه؛ بما يحقق المصداقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية.
- 1.1. الشروط المهنية:** وهي المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأصل المالي أو للأداة أو الورقة المالية المتداولة وللحجهة الصادرة عنها، وهذه الشروط يجب التأكد من تحققتها من قبل جهتين إشرافيتين على الأقل (أبو مؤنس و شوشان ، 2019):

<sup>18</sup>- رواه الترمذى (1232) والنسائى (4613) وأبو داود (3503) وابن ماجه (2187) وأحمد (14887).

<sup>19</sup>- أخرجه البخارى (2136)، ومسلم (1526).

<sup>20</sup>- رواه إسحاق والبزار بإسناد ضعيف.

**الأولى:** هيئة الرقابة الشرعية للجهة المصدرة، وهذا يتطلب أن يكون أعضاء هيئة الرقابة مؤهلين للقيام بهذه المهمة، لا مجرد مفتين للجهة المشرفين عليها.

**الثانية:** إدارة السوق المالية الإسلامية، والتي يجب عليها عدم السماح بجهة ما بالعمل من خلال السوق إلا بعد استيفائها للشروط المهنية.

ويمكن توضيح أهم الشروط المهنية اللازم تحقيقها سواء في الجهة المشاركة في السوق المالية الإسلامية، أو ما يتم تداوله من أدوات تابعة لها على النحو التالي:

- ✓ تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأسهم الخائزة شرعاً، الصكوك الإسلامية، وحدات الصناديق الاستثمارية)، تحت اشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.
- ✓ التأكيد من إلتزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المعاير، كل بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة في سيل ذلك بالإفصاحات والتقارير، وتقارير المراجعين والمدققين الشرعيين الداخلين منهم، والخارجيين.
- ✓ تحديد معيار كفاية رأس المال لتصكيم الصكوك والاستثمارات العقارية، وللأدوات المالية التي يكون لها جانب إثتماني، بحيث تقوم الجهات المالية الإشرافية بتحديده، وتقوم الجهات المصدرة بتطبيقه، فيجب الاتفاق على النسبة التي لا يجب أن تتجاوزها نسبة السيولة النقدية عن الأصول الحقيقية، إذ ينبغي تحديد نسب معينة وينبغي أن يخصص لكل قطاع نسبة خاصة به مراعاة إلى أن بعض المؤسسات المالية والجهات المصدرة لأدوات المالية يكون تعاملها بالنقود أكثر كالمصارف الإسلامية، وبعضها بالحقوق غير الملموسة أكثر كالأسماء التجارية.
- ✓ أن يتم اعتماد القيمة العادلة أساساً لإصدار الأدوات والأوراق المالية، خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة بحيث يأخذ بالاعتبار القيمة العادلة للأسهم النقدية، والقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار مع الحرص على كون النسبة مقدرة تقديرًا مناسباً.
- ✓ أن يتم مراعاة خصوصية الأدوات المالية إصداراً وتداولًا، ذلك لاحتمال إمكانية كون الإصدار والتداول متعلق بالنقود والديون، أو الذهب والفضة، فلكل منها أحکامها الخاصة. فإن كانت موجودات الأدوات المالية نقوداً محضة يجب مراعاة أحکام الصرف عند تداولها، وإن كانت موجوداتها ديوناً محضة، فيجب مراعاة أحکام بيع الديون عند تداولها.
- ✓ عدم تداول الأدوات المالية إلا إذا كانت تمثل ملكية حقيقة للأصول المالية المعبرة عنها.

- ✓ أن يتم تداول الأدوات المالية وفق قواعد أساليب الاستثمار والتمويل الإسلامي ، و بما يقلل المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية، و بما يمنع المضاربة غير المشروعه (المقامرة).
- ✓ أن يتم صياغة أنماط العلاقات بين المستثمرين والوسطاء الماليين على أساس الوكالة بأجر حال كون الاستثمار المالي مغطى، في حين يتم اعتماد أساليب التمويل المشروعه كأسلوب المشاركة أو المراححة أو القرض الحسن، مع الأخذ بعين الاعتبار الأداة المالية المملوكة والأصل المالي المملوک حرصا على كون بعض الأدوات والأصول المالية لها أحكام خاصة كالذهب مثلًا.
- ✓ أن يتم وضع أساس مالية واضحة وصارمة تبين مقدار كفاية رأس المال للوسطاء الماليين المرخص لهم التعامل في السوق المالية ضمنا لحصول مقاصة مالية حقيقية في نهاية كل جلسة عمل بين الوسطاء وتحت إشراف غرفة المقاصة في السوق بحيث يتم تعطية أثمان العمليات التي تم إجراؤها من قبل العملاء من خلال وسطائهم.
- ✓ أن يتم وضع الضوابط والقيود المالية التي تنظم سقوف تمويل الوسطاء الماليين لعملائهم في السوق.
- ✓ أن يتم وضع الأساس المنظمة لعمليات التداول للأدوات المالية في السوق الإسلامية من قبل المخول لهم بالتعامل أنماط البيوع القصيرة كالبيع على المكتشوف، أو الآجلة حال وضع صيغ إسلامية تعطي الحاجة للتعامل بهذه الأنماط.
- ✓ شرط الإفصاح والشفافية؛ إن تحقيق شرط الإفصاح والشفافية يجب الوفاء به من جهات عدة في السوق المالية الإسلامية ؛ فإذا كان السوق المالية الإسلامية ينبغي عليها الإفصاح عن جمل الأعمال التي تقوم بها، وما تم داخلها حلال جلسات العمل، ولا يقتصر ذلك على إدارة السوق ؛ بل يجب على جميع الأطراف المشاركون في السوق الإفصاح عن أعمالهم بما تتطلب طبيعة مشاركتهم في عمليات السوق.

**2.1 الشروط الفنية:** يقصد بالشروط الفنية الاجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح اصدار وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في السوق المالية الإسلامية، بحيث تتكلف بعثمه تحقيق هذه الشروط الجهات الإدارية المشرفة على السوق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي. ويمكن الإشارة إلى مجموعة الشروط التالية:

- ✓ أن يتم وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكملاً؛ ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط

إصدارها وتداوها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق والتي تضمن لها الاستقرار وتريد ثقة المستثمرين فيها.

✓ أن يتم تنظيم آليات الإعلان عن مدى التزام المتعاملين في السوق بالشروط المهنية سالف الذكر والشروط الشرعية.

✓ إلزام الجهات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة تقوم السوق بدراستها واعتمادها، وفي هذا ضمان لغير المحترف أو المتخصص، إذ تستبعد المشروعات التي لا يتوقع لها النجاح ابتداء.

✓ إثبات ملكية الأصول والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالية الإسلامية إثباتاً محدثاً بشكل متتالي، اعتماداً على مؤسسات تشكل جزءاً من السوق المالية الإسلامية ليست ذات صلة مباشرة بعمليات التداول، بحيث أن ما يحصل في عمليات التداول ينعكس قانونياً على سجلات وأوراق هذه المؤسسات وهي التي تصدر الوضع النهائي لملكية هذه الأدوات؛ على أن يتم نقل الملكيات من خلالها بشكل حقيقي وبحد أعلى يقدر بثلاثة أيام عمل، ويساعد في ذلك الآن التطور التكنولوجي ووسائل الاتصالات التي تسرع في تبادل الوثائق وما إلى ذلك.

✓ أن يتم تداول الأدوات المالية الإسلامية عن طريق العقود والمعاملات الجائزة شرعاً، كالعقود الفورية وبطريقة يتم فيها اجتناب مفسدات العقود من مثل الربا أو الخداع أو الغرر أو التدليس أو غير ذلك.

✓ عدم السماح بعمليات تداول الأدوات المالية الإسلامية بمحددات العرض والطلب المصطنعة، والتي تسمى بالعروض الوهمية في السوق المالية التقليدية، حيث يعمد كبار الممولين إلى طرح مجموعة من الأدوات المالية من أسهم أو سندات قروض، فيهبط سعرها لكثرة العرض، فيلجأ صغار حملة هذه الأدوات إلى بيعها بسعر أقل خشية هبوط سعرها أكثر من ذلك وزيادة خسارتهم، فيهبط سعرها مجدداً بزيادة عرضها، فيعود كبار الممولين إلى شراء هذه الأدوات بسعر أقل بغية رفع سعرها بكتلة الطلب، وينتهي الأمر بتحقيق مكاسب للكبار وإلحاق خسائر فادحة بالكتلة الغالبة، وهم صغار حملة الأدوات المالية نتيجة خداعهم بطرح غير

حقيقي لأوراق مماثلة. وعليه يجب على إدارة السوق المالية الإسلامية الحد من هذه العروض عن طريق فرض العقوبات الخاصة بالتورط بإحدى محددات العرض والطلب المصطنعة؛ حيث يتم وضع معايير للكشف عن ذلك من مثل : أن يتم البيع وإعادة الشراء أو العكس خلال جلسة عمل واحدة مستغلين حصول أوامر البيع والشراء بأوامر حاسوبية مرمرة يصعب على الكثرين تمييز مصدرها.

✓ أن يتم وضع ضوابط لعمليات البيع وإعادة الشراء أو العكس من الجهة ذاتها بحصول فاصل زمني يقاس بجلسات العمل مع الأخذ بالاعتبار حجم العمليات قياسا إلى حجم تداول الأداة المالية أو الورقة ذاتها، وقياسا إلى محمل رأس مال هذه الأداة.

✓ يجب أن يتتوفر في السوق المالية الإسلامية هيئة رقابة شرعية تضم في أعضائها فقهاء وخبراء على قدر عالي من التأهيل العلمي والشرعي والمحاسبي مما يميزهم بقدرتهم على التعامل مع القضايا المالية والأسواق المالية، وعليها أن تقوم بمراجعة دورية وتصدر تقارير تفصيلية.

✓ أن يتم تداول الأدوات المالية الإسلامية في السوق بواسطة وسطاء مرجعين بهذا العمل، لما يتحققه هؤلاء الوسطاء من أطراف ضامنين لإتمام العمليات وعدم ضياع الحقوق. وتسجل أسماؤهم وعنوانهم وجميع الأحكام التي تتعلق بهم في سجل المرجعين المعتمدين ويحفظ لدى هيئة السوق ويكون متاحا لإطلاع الجمهور.

✓ عدم تقدير عمولة الوسطاء وتحديدها من قبل الجهات المشرفة على السوق، والواجب أن يترك تقدير ذلك إلى الوسطاء أنفسهم، ما التزموا في ذلك بأخذ الأجرة المعتادة، أما إذا امتنع الوسطاء عن تقديم خدمتهم إلا بأجرة مرتفعة زائدة على الأجرة المعتادة، ففي هذه الحالة يكون لإدارة السوق تحديد العمولة لما في ذلك من المصلحة، وذلك لكون الأصل في الشريعة هو عدم التسعير إلا إذا اقتضت المصلحة ذلك. ويمكن لإدارة السوق وضع حدود دنيا وعليا للعمولات المتقدمة منعا للاستغلال، وفكرة وجود حد أعلى وحد أدنى تترك مجال للمنافسة بحيث يتم تقدير هذه العمولات وحدودها ونسبها بشكل يعكس كلفة التشغيل مع تحقيق مستويات ربحية معقولة، وهذا في إطار السوق المنظم، في حين يترك تقدير العمولات للتفاوض في السوق غير المنظم.

✓ وضع رقابة شرعية ومهنية على الوسطاء لضمان حماية حقوق المتعاملين في السوق المالية الإسلامية ولنطليات المصلحة العامة، وذلك من خلال الإطلاع على السجلات الحاسبية للوسطاء والقيام بالتفتيش بصورة دورية أو عند الضرورة. بالإضافة إلى فرض عقوبات صارمة على مخالفه قواعد السلوك المهني

الأخلاقي، كإساءة التصرف بأموالهم بما في ذلك اساءة توظيفها أو استخدامها، التأثير سلبا على المنافسة وذلك بالتلاغب بنسب العمولات أو ببدل الخدمات التي يتقاضاها أي منهما من العملاء أو الحد من الخدمات المقدمة لهم.

✓ إلزام الشركات بعدد معين من المخلين الماليين المتصفين بالخبرة والمهارة لمقابلة حاجة المستثمرين إلى معلومات أفضل.

✓ شرط الحكومة والضبط؛ إن تحقيق شرط الحكومة والضبط مطلوب من عدة جهات، فهو مطلوب من إدارة السوق المالية الإسلامية عن محمل الأعمال التي تقوم بها، ومن الشركات وكبار المتداولين والمعاملين، ومن شركات الوساطة المالية، أي من كل ذوي العلاقة بالسوق المالية الإسلامية وعليهم أن يتزموا جميعا به ككل في حدود تخصصه.

**3.1 الشروط الشرعية:** إن السوق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط الشرعية، وفق منهج يضمن لها أن تلبي احتياجات حقيقة لاقتصاديات الدول الإسلامية، لا مجرد هيكل يمثل صدى للنموذج الغربي لأسواقهم المالية، وبالتالي يفترض من أجل إقامة سوق مالية إسلامية أن تتحقق فيها الشروط التالية:

✓ إعلان التزامها بالشريعة الإسلامية نصوصاً ومقاصداً وأحكاماً : وذلك من خلال مراعاة تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية وأصولها وأحكامها التي قررها علماء التشريع الإسلامي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، وقواعد عملها والإصدارات والتداولات التي تتم فيها.

✓ الإباحة الشرعية: أي أن تكون الأدوات المالية في السوق المالية الإسلامية (أسهم، صكوك، أدونات، سلع إذا كانت بورصة سلع، إلى غير ذلك) متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصداراً وتدولاً.

✓ الخلو من الغرر.

✓ تكافؤ أطراف العقد؛ فإن أي عقد حتى يكون صحيحاً ومتحجاً ومحقاً لغاياته الشرعية والاقتصادية يجب أن يكون قائماً على قاعدة التكافؤ بين أطراف العقد.

✓ خلو التعاملات من الربا الذي حرمته الشريعة : إذ لم يبلغ من تغليظ أمر أراد الإسلام إبطاله ما بلغ من تغليظ الربا لما فيه من أكل لأموال الناس بالباطل وما يسببه من أضرار جسيمة ومدمرة للمجتمع اقتصادياً واجتماعياً وسياسياً، وهو سبب رئيسي لحدوث الأزمات والفساد المالي والإداري على مستوى محلي ودولي وأحد الأسباب الرئيسية لظاهرة التضخم.

- ✓ يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح.
- ✓ موافقة الغرض من الأداة المالية وطريقة استغلالها واستثمارها مع الشريعة الإسلامية؛ وذلك من خلال تحديد الأغراض المسموح بإصدار الأدوات المالية لأجلها، وتحديد مواصفات الغرض التي هي جزء من الشروط الشرعية، كأن يكون الغرض مباحاً، وأن يتبع الغرض قيمة مضافة.
- ✓ الخلو من الجهالة؛ والجهالة لغة مأخوذة من الجهل، وهو ضد العلم ونقضه وعدم معرفة الشيء.
- ✓ الخلو من الاحتكار أو ما يؤول إليه؛ فإن كل ما أضر بال العامة حسيه فهو احتكار.
- ✓ الخلو من الغبن؛ والغبن في اللغة هو النقص، أما في اصطلاح الفقهاء فهو أن يكون أحد البدلين في عقد المعاوضة لا يساوي الآخر في القيمة، أي أن يكون أقل من قيمته أو أكثر منها.
- ✓ الخلو من النجاش؛ تعدد تعريف النجاش المنهي عنه عند الفقهاء ولكنها متقاربة في المعنى حيث عرف على "أن يزيد أحد في السلعة وليس في نفسه شراؤها يزيد بذلك أن ينتفع البائع ويضر المشتري، ويحرم النجاش عند جمهور العلماء وعلة تحريمه أنه من قبيل الكذب المحرم والخداع، ويترتب عليه إضرار بأحد المتعاقدين، ومع كونه لا يبطل عقد البيع فهو محروم وأثم فاعله، ويتحلى النجاش في سوق الأوراق المالية بما يسمى بعمليات التدوير وهي أن يقوم المضارب بالبيع على نفسه بكميات كبيرة، من خلال تعدد المحافظ التي باسمه، أو بأسماء أصدقائه، أو أفراد أسرته، أو بأسماء مجموعات متفق فيما بينها على هذا الأساس ثم تقوم هي نفسها بالبيع على البائع الأول، وإعادة هذا السهم بسعر أكبر إذا أريد للسهم الصعود، أو أقل إذا أريد له الهبوط، والمهدف من ذلك إيهام المتداولين في السوق بأن هناك تغيرات في سعر السهم.
- ✓ الخلو من الخلابة؛ الخلابة في العقد هي أن يخدع أحد العاقدين الآخر بوسيلة موهنة قولية أو فعلية تحمله على الرضا في العقد بما لم يكن ليرضى به لولاهما. وأصلها عن ابن عمر رضي الله عنه أن رجلاً ذكر للنبي صلى الله عليه وسلم أنه يخدع في البيوع فقال: "إذا بايَعْتْ فَلَا خِلَابَ"<sup>21</sup>، والخلابة لها عدة صور منها: الخيانة والتاجرش.
- ✓ الخلو من التغريير؛ للتغريير تعريف عدة منها إظهار الشيء بظاهر غير حقيقي، مع إعطائه صفة ليست له، لكي يستثير رغبة الطرف الآخر، فيقدم على إبرام العقد.
- ✓ الخلو من الغش والتسليس.

<sup>21</sup>- رواه البخاري: 2117.

**2. كفاءة السوق المالية الإسلامية:** بالإضافة إلى مستويات الكفاءة المعروفة في الأسواق المالية، فإن السوق المالية الإسلامية نظراً لخصوصيتها الشرعية؛ يتوجب عليها تحقيق نوع ثالث من الكفاءة يمكن أن نطلق عليها اسم "الكفاءة الشرعية" ونقصد بها قدرة السوق على الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين بها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية مثلاً بعدد الحالات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه مرتكيها أو المتسببين في حوثها، بالإضافة إلى دراسة منحى تزايد أو انخفاض هذه الحالات.

إن كفاءة السوق المالية الإسلامية وعدلتها شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي، وعند عدم تحقق الكفاءة في السوق سيؤدي ذلك إلى حوث العكس، أي قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر هذه السوق. وإن تتحقق الكفاءة في السوق المالية الإسلامية متوقف على تتحقق الشروط المهنية والفنية والشرعية المذكورة سابقاً. وخير دليل على ذلك هي أوضاع الأسواق المالية العربية التي تعاني أغلبها من ضعف في كفاءة أسواقها. وترجع أهم أسباب ضعف كفاءة الأسواق العربية، إلى الإخلال بأحد الشروط المهنية أو الفنية أو الشرعية أو بالعديد منها.

الخاتمة: تناولنا ضمن هذا المقرر الدراسي (الأسواق المالية) خمسة فصول، فصل خاص بالبورصة (مفهوم الأسواق المالية، ووظائفها)؛ وفصل خاص بالأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية؛ وفصل خاص بعقود المعاملات في الأسواق المالية، وفصل خاص بعمليات البورصة؛ وفصل خاص بالأسواق المالية الإسلامية، كل فصل أو نشاط يأتي ضمن تسلسل يداغوجي يسمح باستيعاب المفاهيم التي يتم التطرق إليها في المحاضرات والأعمال الموجهة؛ كما دُعمت كل هذه المحاضرات والأعمال الموجهة بأمثلة توضيحية ومعادلات وجداريات مالية، والتي تسمح للطالب بفهم أنواع التمويل للأسواق المالية؛ والتفريق بين أنواع الأسواق المالية؛ وكذلك يمكن الطالب من قياس كفاءة الأسواق المالية، والتفريق بين الأدوات المالية المتداولة في كل من السوق النقدي والسوق المالي؛ بالإضافة إلى فهم أنواع عقود المعاملات المشتقة في الأسواق المالية؛ وكذلك سير عمل البورصة بدايةً من حرس الافتتاح إلى نهاية العمليات والتسوية عن طريق حرس الإغلاق؛ كما تطرقنا لبورصة الجزائر كمثال عملي لسير البورصة، وكذلك شرح بعض المبادئ والمفاهيم الأساسية الخاصة بالأسواق المالية الإسلامية.

نأمل أن يساهم هذا العمل في تقديم معلومات علمية وعملية قيمة لفائدة جميع الطلبة، وكل الفئات المهتمة بالأسواق المالية ، ونسأل الله التوفيق والسداد.

## المراجع والمصادر

1. إبراهيم أحمد أونور. (2011). عقود الخيارات و إدارة المخاطر في أسواق السلع. 8th International Conference on Islamic Economics and Finance (الصفحات 1-13). Doha-Qatar: Islamic Research and Training Institute; A Member of the Islamic Development Bank (IsDB) Group
2. إبراهيم الكراسنة. (2010). إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسنداط. أبو ظبي؛ الإمارات: معهد السياسات الاقتصادية؛ صندوق النقد العربي.
3. إبراهيم منير هندي. (1993). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية؛ مصر: منشأة المعارف.
4. أحمد السيد كردي. (2016). [https://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/topics/156171#https://kenanaonline.com/user\\_s/ahmedkordy/posts/852551](https://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/topics/156171#https://kenanaonline.com/user_s/ahmedkordy/posts/852551). تاريخ الاسترداد 27 سبتمبر، 2021، من موسوعة الإسلام و التنمية.
5. احمد محمد محمود نصار. (بلا تاريخ). جامع الكتب الإسلامية؛ كتاب: الأسواق المالية الإسلامية مبادئها وأدواتها. تاريخ الاسترداد 19 أكتوبر، 2021، من [index=3432460&page=1&https://ketabonline.com/ar/books/13235/read?part=1](https://ketabonline.com/ar/books/13235/read?part=1)
6. الطيب أزهري الفكي أحمد. (2017). أسواق المال. عمان؛ الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع؛ الطبعة الأولى.
- الغالي بن ابراهيم، و محمد عدنان بن ضيف. (2019). الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسنداط. بسكرة؛ الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر؛ الطبعة الأولى.
7. بورصة الجزائر. (2014). <https://www.sgbv.dz/ar/index.php>. تاريخ الاسترداد 12 سبتمبر، 2021، من بورصة الجزائر.
8. بورصة الجزائر. (بلا تاريخ). [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz). تاريخ الاسترداد 12 سبتمبر، 2021، من أوامر البورصة.
9. جون كيف. (ديسمبر، 2012). عودة إلى الأسس، ما هو ليبور؟ التمويل والتنمية، الصفحات 33-32.
10. حسان خضر. (2004). برنامج تدريب حول تحليل أسواق الأوراق المالية. الكويت: المعهد العربي للتحظيط.
- حسن يوسف يوسف. (2014). الصكوك المالية وأنواعها (الاستثمار - الصناديق الاستثمارية - الأوراق المالية والتجارية). الاسكندرية؛ مصر: دار التعليم الجامعي.
12. رائد نصري جميل أبو مؤنس، و خديجة شوشان . (26 فيفري، 2019). شروط اعتبار السوق المالي سوقاً إسلامياً. دراسات.
13. رسمية أحمد أبو موسى. (2005). الأسواق المالية والنقدية. الأردن: دار معتز للنشر والتوزيع.
14. زينب حسين عوض الله. (1994). اقتصاديات النقود والمال. مصر: الدار الجامعية.
- سامي إبراهيم السويلم. (2007). التحوط في التمويل الإسلامي. المملكة العربية السعودية: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر.
- سامي إبراهيم السويلم. (2002). وفقات في قضية التأمين. المملكة العربية السعودية: مكتب البحث والتطوير، شركة الراجحي المصرفية.
- سامي يوسف كمال محمد. (2012). الصكوك المالية الإسلامية، ببيان عن قروض المؤسسات الدولية البنك الدولي وصندوق النقد الدولي: بالتطبيق على جمهورية مصر العربية بعد ثورة 25 يناير. القاهرة؛ مصر: دار البشير للطباعة والنشر والتوزيع.

18. سمير عبد الحميد رضوان . (1996). أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية . القاهرة، مصر: دار النهضة العربية.
19. شعبان محمد إسلام البرواري. (2002). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية . دمشق، سوريا: دار الفكر.
20. صلاح السيد جودة. (2000). بورصة الأوراق المالية : علمياً وعملياً . الإسكندرية؛ مصر: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر.
21. طارق عبدالعال حماد. (1998). التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية . الإسكندرية؛ مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
22. عبدالعزيز هيكل فهمي. (1981). موسوعة المصطلحات الاقتصادية والاجتماعية . بيروت؛ لبنان: دار النهضة العربية.
23. عبدالكريم أحمد قندوز. (2019). المالية الإسلامية . الإمارات العربية المتحدة: صندوق النقد العربي.
24. عصام أبو النصر. (2006). أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي . القاهرة، مصر: دار النشر للجامعات.
25. علي العبدولي، محمد بن ابراهيم المبارك، كالين عنون، رشا حسن، و معاذ تاتوتي. (2018). قاموس المصطلحات المالية الأكثر استخداماً بالأسواق المالية . دبي، الإمارات العربية المتحدة: اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.
26. فريدي باز، مكرم صادر، و جورج أبي صالح. (1985). معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية . بيروت؛ لبنان: اتحاد المصارف العربية.
27. فهد الحوياني. (2006). المال والاستثمار في الأسواق المالية . الرياض، السعودية: مطبع دار الهلال للأوفست؛ الطبعة الثانية.
28. كمال توفيق حطاب. (2005). نحو سوق مالية إسلامية . المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي (الصفحت 32-1). السعودية: جامعة أم القرى.
29. مبارك بن سليمان آل فواز. (2010). الأسواق المالية من منظور إسلامي . جدة؛ المملكة العربية السعودية: مركز النشر العلمي؛ مطبع جامعة الملك عبدالعزيز؛ الطبعة الأولى.
30. مجمع الفقه الإسلامي. (1993). قرار رقم 74 (5/8) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية . المملكة العربية السعودية: منظمة المؤتمر الإسلامي مجمع الفقه الإسلامي الدولي.
31. مجمع الفقه الإسلامي الدولي. (11-6 فيفري، 1988). قرار رقم: 30 (5/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار . تاريخ الاسترداد 11 نوفمبر، 2021، من مجمع الفقه الإسلامي الدولي: <https://iifa-aifi.org/ar/1713.html>
32. مجمع الفقه الإسلامي الدولي. (14-20 مارس، 1990). قرار رقم: 60 (11/6) بشأن السندات . تاريخ الاسترداد 02 نوفمبر، 2021، من مجمع الفقه الإسلامي الدولي: <https://iifa-aifi.org/ar/1813.html>
33. مجمع الفقه الإسلامي الدولي. (26-30 أفريل، 2009). قرار رقم: 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها . تاريخ الاسترداد 14 نوفمبر، 2021، من مجمع الفقه الإسلامي الدولي: <https://iifa-aifi.org/ar/2300.html>
34. محسن أحمد الخضيري. (1996). كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة . مصر الجديدة، مصر : ايتراك للنشر والتوزيع .
35. محمد عبدالحكيم زعير. (جوان، 2005). سوق الأوراق المالية الإسلامية . مجلة الاقتصاد الإسلامي.
36. محمد محمود الداغر. (2005). الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات) . عمان،الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع.
37. محمد محمود حيش. (1998). الأسواق المالية العالمية وأنواعها المشتقة . عمان،الأردن: مؤسسة الوراق.

38. محمد مطر. (1999). إدارة الاستثمارات. عمان، الأردن: مؤسسة الوراق.
39. محمد أحمد عبد النبي. (2009). الأسواق المالية؛ الأصول العلمية والتحليل الأساسي. عمان؛ الأردن: زمزم للنشر والتوزيع.
40. محمد الأمين ولد عالي. (2010). التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية(السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي). بيروت؛ لبنان: دار ابن حزم.
41. محمد المبروك أبو زيد. (2009). التحليل المالي ؛ شركات وأسواق مالية. الرياض؛ المملكة العربية السعودية: دار المریخ للنشر ؛ الطبعة الثانية.
42. مریم خلیفة المخمری. (بلا تاريخ). الإطار النظري للصكوك الإسلامية. دبي؛ الامارات العربية المتحدة: دائرة المالية، حکومة دبي.
43. منیر ابراهیم هندی. (1997). إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية، مصر: منشأة المعارف.
44. منیر صالح هندی، و رسمیة زکی قرباقص. (1997). الأسواق والمؤسسات المالية. مكتبة الإشعاع: مكتبة الإشعاع.
45. منیر ابراهیم هندی. (1999). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية؛ مصر: منشأة المعرفة للنشر .
46. مؤید عبد الرحمن الدوری. (2010). إدارة الاستثمار والمافاظ الاستثمارية. عمان؛ الأردن: دار اثراء.
47. ناصر سليمان . (2003). السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟ الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية (الصفحات 1-23). المملكة العربية السعودية: المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب.
48. نبیه غطاس. (1989). معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وادارة الاعمال، انجليزي عربي. لبنان: مكتبة لبنان.
49. ولید عوجان. (2015). الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة. منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي. الإمارات العربية المتحدة: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي.
50. ولید عبد مولاہ. (2016). برنامج تدريسي حول الأسواق المالية والتنمية. الكويت: المعهد العربي للتخطيط.
51. يوسف طه. (2013). تقويم تجربة السودان في الأدوات المالية الإسلامية خلال الفترة: 2000-2012. المؤتمر الدولي في الاقتصاد والتمويل الإسلامي. اسطنبول، تركيا: مركز الدراسات والأبحاث الدولي للاقتصاد والتمويل الإسلامي التابع لجامعة صباح الدين زعيم باسطنبول.
- 52.FABOZZI, F. J., & DRAKE, P. P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*. United States of America: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- 53.Chairman, G. A. (2007). *introduction to Financial Market; Part 1*. India: Central Board of Secondary Education.
- 54.Chatterjee, R. (2014). *Practical Methods of Financial Engineering and Risk Management; Tools for Modern Financial Professionals*. New York: Heinz Weinheimer; Springer Science+Business Media.
- 55.DRAKE, P. P., & FABOZZI, F. J. (2010). *The Basics of Finance; An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management*. New Jersey;United States of America: John Wiley & Sons, Inc.

- 
- 56.FABOZZI, F. J., & DRAKE, P. P. (2009). *Finance; Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*. Hoboken, New Jersey; United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- 57.FOCARDI, S. M., & FABOZZI, F. J. (2004). *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*. Hoboken, New Jersey; United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- 58.Jenwittayaroje, N. (2016). *Financial Instrument and Innovation; Lecture 2: Swaps*. Bangkok; THAILAND: NIDA Business School; National Institute of Development Administration.
- 59.Levinson, M. (2006). *GUIDE TO FINANCIAL MARKETS*. Great Britain: The Economist Newspaper Ltd; Creative Print and Design (Wales), Ebbw .
- 60.Munk, C. (2018). *Financial Markets and Investments*. Copenhagen; Denmark : Copenhagen Business School. .
- 61.Olivier, P. (2000). *La bourse; ses mécanismes; Gérer son portefeuille Reussire ses plassements*. Paris; France: 14 ème édition; DALLOZ.
- 62.Ruttiens, A. (2013). *Mathematics of Financial Markets, Financial Instruments and Derivatives Modeling, Valuation and Risk Issues*. Great Britain: CPI Group (UK) Ltd, Croydon, CR0 4YY; A John Wiley & Sons, Ltd., Publication.
- 63.Saunders, A., & Cornett, M. M. (2012). *Financial Markets and Institutions*. USA, New York: McGraw-Hill/Irwin.
- 64.VALDONĖ, D. (2010). *Financial Markets*. Lithuania: Leonardo da Vinci programme project; Vytautas Magnus University.