



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 55 سكيكدة

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة بيداغوجية لغرض التأهيل الجامعي في مقياس:

الأسواق المالية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

المستوى: السنة الثالثة

من إعداد الدكتورة:

لعور سطا يحي إلهام

السنة الجامعية: 2020-2021

المقرر الدراسي

السداسي: الخامس

وحدة التعليم: الأساسية

المادة: أسواق مالية

الرصيد: 06

المعامل: 02

أهداف التعليم:

تعرف الطالب على كل ما يتعلق بماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة على مستواها و عملياتها المختلفة.

المعارف المسبقة المطلوبة :

الطالب يكون يعرف المفاهيم الأولية المتعلقة بالأسواق المالية و النقدية، وبالأسهم والسندات المتداولة في مقياس الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال الذي يدرس في السداسي الثالث

طريقة التقييم:

إجراء امتحان متواصل على مستوى الأعمال الموجهة بالإضافة إلى امتحان نهائي على مستوى المحاضرة .

و تكون نسبة كل امتحان كالتالي: 60% لامتحان المحاضرة و 40% لامتحان التطبيق

محتوى المادة:

المحور الأول: الأسواق المالية (المفهوم والوظائف والأنواع)

المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة

- الأدوات المالية في سوق رأس المال

- الأدوات المالية في سوق النقد

المحور الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية

- المعاملات الفورية

- المعاملات الآجلة

- العقود المستقبلية والآجلة

- عقود الخيار

المحور الرابع: عمليات البورصة

المحور الخامس: الأسواق المالية الإسلامية

فهرس المحتويات

الصفحة	المكونات
2	المقرر الدراسي
4-3	فهرس المحتويات
6	مقدمة
	الفصل الأول: مدخل للأسواق المالية
7	تمهيد
7	1- نشأة ومفهوم السوق المالية
8	2- أنواع الأسواق المالية
20	3- أهمية الأسواق المالية
21	4- كفاءة الأسواق المالية
25	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد وسوق رأس المال
26	تمهيد
26	1- الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد
31	2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
43	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية
44	تمهيد
44	1- المعاملات الفورية
48	2- المعاملات الآجلة
53	3- العقود المستقبلية
58	4- عقود الخيارات
63	5- عقود المبادلات
67	خلاصة الفصل

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

الفصل الرابع: عمليات البورصة	
69	تمهيد
69	1-عمليات البورصة
70	2- أوامر البورصة
78	2- التسعير
82	خلاصة الفصل
الفصل الخامس: الأسواق المالية الإسلامية	
84	تمهيد
84	1- مفهوم السوق المالية الإسلامية وأهميتها
87	2- عمليات السوق المالية الإسلامية
88	3- الضوابط الشرعية ومقومات إقامة سوق مالية إسلامية
90	4- أدوات السوق المالية الإسلامية
95	خلاصة الفصل
97	الخاتمة
99	المراجع

مقدمة

تأتي هذه المطبوعة الجامعية الموجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي وبنكي من أجل الإلمام بموضوع الأسواق المالية كأحد أهم ركائز النظام المالي، وتماشيا مع المقرر الدراسي والحجم الساعي المحدد، تم تقسيم المطبوعة إلى مجموعة من الفصول كمايلي:

الفصل الأول: " مدخل للأسواق المالية " حاولنا من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على نشأة ومفهوم السوق المالية، إلى جانب التعرض لأنواع الأسواق المالية، ثم قمنا بعرض أهمية السوق المالية في الاقتصاد، لنختم بالتطرق إلى كفاءة السوق المالية ومستوياتها.

الفصل الثاني:"الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد وسوق رأس المال" من خلال هذا الفصل قمنا بدراسة الأدوات المالية المتداولة على مستوى السوق النقدية، كأدوات مالية قصيرة الأجل. بالإضافة إلى الأدوات المالية المتداولة على مستوى سوق رأس المال، كأدوات استثمار متوسطة وطويلة الأجل.

الفصل الثالث:"عقود المعاملات في الأسواق المالية" ركزنا في هذا الفصل على عقود المعاملات في الأسواق المالية، حيث تطرقنا أول إلى المعاملات الفورية والبيوع الأكثر انتشارا، وثانيا المعاملات الآجلة، وأخيرا التطرق إلى العقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلات.

الفصل الرابع:" عمليات البورصة " تعرضنا من خلال هذا الفصل إلى عمليات البورصة، وأمر البورصة، وأخيرا تم التطرق إلى التسعير في البورصة.

الفصل الخامس:" العقود المالية الإسلامية " من خلال هذا الفصل تم التركيز على السوق المالية الإسلامية، من خلال عرض مفهوم السوق المالية الإسلامية وأهميتها، الخصائص والضوابط الشرعية التي تقوم عليها، وفي الأخير تم التطرق إلى أدوات السوق المالية الإسلامية التقليدية والمستحدثة.

تمهيد:

إن نشوء السوق المالية وتطورها جاء انعكاساً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان في استغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض المالية إذ سعت تلك الشركات إلى استثمار كل الفوائض من خلال تلك الأسواق.

أولاً: نشأة ومفهوم السوق المالية:

1- نشأة السوق المالية:

نظراً للتطور المالي والاقتصادي للدولة فإن فكرة نشوء الأسواق المالية قد مر بخمس مراحل¹:

1-1- المرحلة الأولى: تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

1-2- المرحلة الثانية: تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة.

1-3- المرحلة الثالثة: مرحلة ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل.

1-4- المرحلة الرابعة: مرحلة بداية ظهور الأسواق النقدية المحلية، فوجود سوق نقدي متطور يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تجري فيها، إذ أن الاهتمام بسعر الفائدة وازدياد إصدار سندات الخزنة لمدة متوسطة وطويلة الأجل، وازدياد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، كان سبب لبداية اندماج السوق النقدية في السوق المالية.

¹ عباس كاظم الدعيمي، (2009): السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص15

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

1-5- المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود والطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها.

2- مفهوم السوق المالية:

يعمل سوق المال على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، أي أن أسواق المال تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية ولا تملك القدرة على تمويلها.¹

فالسوق المالي هو السوق الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية ومشتري تلك الأوراق، أي السوق الذي يتم فيه إصدار ومفاوضات المنتجات المالية طويلة الأجل والمنتجات القصيرة الأجل، لذلك يصنف هذا السوق عموماً على أساس نوع الأدوات المالية المتداولة فيها إلى أسواق قصيرة الأجل (السوق النقدي)، وأسواق طويلة الأجل (سوق رأس المال)، والسوق المالي لا يمكن وجوده أو تسييره بفعالية إلا في ظل نظام اقتصاد السوق أو اقتصاد مفتوح.

ثانياً: أنواع الأسواق المالية

يمكن تصنيف الأسواق المالية طبقاً للأسس الأكثر شيوعاً، وهو القسم القائم على أساس المعاملات المالية ولهذا فإن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد. فبالنسبة لأسواق رأس المال فتتنقسم بدورها إلى أسواق فورية وأسواق العقود المستقبلية، ويقصد بالأسواق الفورية تلك الأسواق التي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) يتم تسليمها فور إتمام الصفقة. وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة أي البورصات، كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة والتي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية... وماشابه ذلك. هذا إلى جانب ما يطلق عليه تسمية الأسواق الاحتكارية والمتمثلة أساساً في وزارة المالية أو البنك المركزي في الدولة المعنية واللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

¹ S.Frédéric Miskin , (1995) : Markets, institution and Money , Harper Collins publisher, New York, p 23.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

أما أسواق العقود المستقبلية فهي أسواق تتعامل أيضا في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. وأخيرا يقصد بأسواق النقد الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية القصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية.

ونظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية فإننا نجد هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم، فمعيار ثان للتقسيم يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها وكذا المتدخلين في هذه السوق، فنجد السوق الأول والثاني والثالث والرابع. المعيار الثالث للتقسيم يرتكز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق، بورصة السلع، أسواق الأوراق المالية، أسواق القروض. أما المعيار الرابع فيعتمد على المجال الجغرافي المغطى من طرف هذه السوق، أسواق رأس المال الدولية، أسواق المال الإقليمية، أسواق المال المحلية، وسنتناول هذه التقسيمات بنوع من التفصيل كمايلي:

1- التقسيم حسب آجال العمليات:

استخدام معيار آجال العمليات لتقسيم الأسواق المالية يبرز لنا سوقين أساسيين يتمثلان في:

1-1- السوق النقدية:

1-1-1- مفهوم وأهمية السوق النقدية:

السوق النقدية هي سوق التعامل بين البنوك... الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية حيث تقوم البنوك بعرض فوائضها لدى هذه السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا على وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي.¹

والسوق النقدية بمفهومها الواسع²: هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية كذلك، كشرركات التأمين و الخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط... الخ. إذا

¹ مروان عطون، (1993): الأسواق النقدية والمالية- البوصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال-، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج1، ص 16

² Amour ben Halima, (1997) : **Pratique des techniques bancaire: Référence a l'Algérie**, Ed dahleb, Alger, P 44.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

عادة ما ينصرف المقصود بالسوق النقدي، إلى مجموعة الأسواق المنظمة للتعامل في أدوات الائتمان القصير الأجل. والوظيفة الأساسية لسوق النقد هي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول مالية قصيرة الأجل، ومن أمثلة هذه الأوراق : أدونات الخزينة، الأوراق التجارية، الكمبيالات المصرفية وشهادات الإيداع. وتتميز الأصول المالية المتداولة في هذه السوق بالسيولة المرتفعة وانخفاض درجة المخاطر.¹

وتؤدي السوق النقدية دورا مهما في الاقتصاد الوطني تنعكس أهميته في الجوانب التالية:²

- توفير وتأمين السيولة للنظام المصرفي

- خلق منافذ لاستهلاك الأموال الفائضة للبنوك مؤقتا، مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت.

- يسهل للبنوك المركزية عملية الرقابة، وذلك من خلال التأثير في كمية ومصادر الأموال السائلة بالتدخل في السوق وفقا للسياسة التي يضعها البنك وينفذها، وبالتالي التخطيط للسياسات النقدية للدولة، إذ يتمكن البنك المركزي من خلال السوق المالية أن يمارس دورا فعالا في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وبالتالي التحكم باحتياطات البنوك التجارية التي بدورها تلعب دورا قياديا في السوق المالية.

1-1-2- تنظيم السوق النقدية:

تعتبر السوق النقدية مصدرا أساسيا تلجأ إليه البنوك التجارية بهدف إعادة تجديد سيولتها، وتوظيف فوائضها النقدية عن طريق عرضها في هذه الأسواق، في علاقة مع أي متدخل، عموما مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية يسمح لها بالتدخل في السوق النقدية لتوظيف فوائضها المالية. وتجدر الإشارة إلى عدم وجود موقع معين تتصرف إليه السوق النقدية.

أ- المتدخلون على مستوى السوق النقدي :

ينشط على مستوى السوق النقدية نوعين من المتدخلين:

- المتدخل الرئيسي: ويتكون من البنك المركزي و البنوك التجارية.

- المتدخل الإضافي: ويتكون من مختلف المؤسسات المالية غير المصرفية.

¹ محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية، دار زمزم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص32.
² محمد ابراهيم الشبلي، طارق إبراهيم الشبلي، (2000): مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ص32.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

إلا أن هاته المؤسسات لا تلعب نفس الدور على مستوى هذه السوق. فهناك مؤسسات تلعب دور المقرضة ويتمثل نشاطها الأساسي في استقبال الأموال والبحث عن توظيفها لأجل طويلة في الغالب، وتتكون أساسا من المؤسسات المالية غير المصرفية. وهناك مؤسسات تلعب دور المقرضة وهي خصوصا بنوك القرض متوسط وطويل الأجل والتي لا تسمح لها قواعد العمل باستقبال ودائع الجمهور، وأحسن مثال على ذلك بعض المؤسسات المالية المتخصصة وبنوك التنمية، كما يسمح للخرينة العمومية القيام بهذا الدور. أخيرا المؤسسات ذات الدور المختلط وتتمثل في مختلف المؤسسات المالية المصرفية، بحيث تتدخل هذه الأخيرة بصفقتها مقرضة تارة ومقرضة تارة أخرى، كما قد تقوم بالدورين في نفس الوقت ولكن لأجل مختلفة، ومن أمثلتها البنوك التجارية على وجه الخصوص بالإضافة إلى الدور الذي يؤديه البنك المركزي على مستوى السوق النقدية كمتدخل رئيسي في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية.

ب- وسطاء السوق النقدية:

هناك نوعين من الوسطاء بإمكانهما التدخل في السوق النقدية لربط الصلة بين جماعة المقرضين والمقرضين وهما: السماسرة وبيوت الخصم.

- السماسرة:

السماسرة هو "وسيط حر" *، لا يقدم أي ضمان بالوفاء فبمجرد إبرام العملية، يرسل لكل طرف بطاقة يوضح فيها طبيعة العملية، مبلغها، تاريخ الاستحقاق والمعدل المتفق عليه، بالإضافة إلى ذلك فإن السماسرة يتقاضى عمولة تمنح له من طرف المقرض، وهي نسبة مئوية من الصفقات التي يعقدها، إلا أنه لا يتاجر باسمه الشخصي فلا يظهر اسمه في الصفقة بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين .

- بيوت الخصم:

وهي تأخذ شكل بنوك أو مؤسسات مالية يسمح لها بالقيام بدور الوسيط في السوق النقدية، فتقترض من طرف بعض المؤسسات من أجل إعادة إقراضها لجهات أخرى سواء بنفس تاريخ الاستحقاق، بحيث يكون الفارق في معدل الفائدة ضعيفا، أو عند تواريخ استحقاق مختلفة، فمثلا قد يكتب في سندات الخزينة لمدة سنة، والموافقة على منح القروض لمدة سنة أو سنتين أو أكثر، والفارق في المعدل بين

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

هاتين العمليتين يكون ما يسمى بهامش الربح. بالإضافة إلى ذلك فإن لبيوت الخصم دور جد هام، يتمثل في التوسط بين البنوك والبنك المركزي في العديد من التدخلات التي يقوم بها هذا الأخير.¹

1-1-3- نشاط السوق النقدية:

أ- يباشر مختلف المتدخلين في السوق النقدية معاملاتهم بواسطة نوعين من العمليات، العمليات المضمونة والعمليات البيضاء، وذلك خلال آجال محددة ومعدلات فائدة معينة. ويقصد بالعمليات المضمونة العمليات التي يتم فيها تسليم مجموعة كبيرة من أدوات الائتمان قصيرة الأجل مقابل الحصول على القروض. أما العمليات البيضاء فيقصد بها عدم تسليم أي ورقة تجارية أو مالية مقابل الحصول على قرض، وفي هذه الحالة فإن المقرض لا يقدم أي ورقة مقابل الحصول على النقود المركزية (السيولة)، ويسجل فقط دينه في جهة خصومه، كما يقوم المقرض من جهته بفتح حساب بما يوافق المدين - أي بمقدار الدين -. وبالتالي فإن السوق النقدية في هذه الحالة، تتسم ببساطة عملياتها، فليس هناك بيوت للخصم ولا سماسة، فالعمليات ثنائية تحدث عادة إثر مكالمات هاتفية بين مسيري حسابات البنوك، وتأخذ شكل ترحيلات في دفاتر البنك المركزي بدون مبادلة الأوراق، وبالتالي فإن عملية الائتمان هذه تحتم وجود الثقة.

ب- معدل وآجال عمليات السوق:

إن معدل الفائدة المعمول به في السوق النقدية حر عموماً تابعاً لظروف العرض والطلب في هذا السوق، لكن تدخل البنك المركزي ضرورياً ولازماً في تحديده. بالإضافة إلى ذلك فإن سعر التوازن في السوق النقدية (سعر الفائدة) يتحدد غالباً بطريقة مسبقة ولكنها غير مباشرة ما دام البنك المركزي يحدد بإرادته سعر إعادة الخصم وبالتالي وجود رابطة قوية بين هذين المتغيرين (سعر إعادة الخصم ومعدل الفائدة في السوق النقدية).

تعمل السوق النقدية غالباً في الائتمان قصير الأجل، وتشمل هذه الأخيرة جميع أنواع القروض التي تعقد لأجال قصيرة تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض في منح الائتمان قصير الأجل.²

¹ حدة رايس، (2006): دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص ص 7-10

² نفس المرجع ص ص 21، 11

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

وعموما فإن البنك المركزي وفي مختلف بلدان العالم يتدخل على مستوى السوق النقدية حسب ثلاث طرق أساسية وهي:¹

- **يوم بعد يوم:** وذلك بهدف إسعاف خزينة البنوك التجارية وتعديل السوق النقدية بواسطة إعادة خصم الأوراق التجارية العامة أو الخاصة.

- **تقنية المعاش:** "وذلك لمدة سبعة أيام بواسطة سندات الخزينة لتلبية الحاجات غير المتوقعة للبنوك.

- **المشتريات الثابتة:** عن طريق استدعاء العروض حسب تقنية أو طريقة المزايدة فالبنك المركزي يعلن رغبته في الشراء النهائي أو الثابت لبعض أصناف الأوراق الخاصة أو العامة عندما يرى بأن الاقتصاد بحاجة إلى سيولات إضافية، فيحدد السعر و الكمية لهذه العملية لاحقا حسب رد البنوك على هذه العروض وأقل سعر هو ما يرسى عليه المزاد.

1-2- سوق رأس المال:

بصورة عامة يمكن تعريف سوق رؤوس الأموال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل ، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات، وهذه الأوراق المالية ممكن أن تصدر عن منشآت الأعمال كما أنها ممكن أن تصدر عن الحكومة.

1-2-1- خصائص سوق رأس المال:²

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل.
- سوق رأس المال أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضا.
- العوائد مرتفعة نسبيا لأسواق رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى.

¹ AMMOUR BEN HALIMA,(1997) **MONNAIET REGULATION MONETAIRE, AVEC REFERENCE A L'ALGERIE** ,Ied, ALGER, ed DAHLAB, , P.50.

²وليد محمد علي كرسون، (2012): أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية - دراسة مقارنة-، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، ص 32.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.

فقد تدق التفرقة بين السوق النقدي وسوق رأس المال بسبب تشابك العلاقات وارتباط الوظائف، وتشابه بعض المؤسسات المتعاملة في كليهما، ويمكن إيجاز هذا الفرق فيما يلي:¹

1- فالسوق النقدي سوق يتعامل في الائتمان قصير الأجل، أما السوق المالي فهو يتعامل في الائتمان طويل الأجل ومن هنا كان سعر الفائدة في السوق المالي أعلى منه في السوق النقدي.

2- يعتمد السوق النقدي في ممارسة عملياته على الفوائض النقدية لديه، أما السوق المالي فيعتمد في تقديم الائتمان على رأس مال البنوك وعلى القروض التي تعقدها في السوق نفسها والتي تصدرها في صورة سندات.

3- السوق النقدي يمول العمليات التجارية في الغالب وغرضه تيسير عملياتها، أما السوق المالي يمول الصناعة والزراعة وعمليات اكتساب وتحسين رأس المال الثابت.

4- السوق النقدي يتعامل فيما يسمى بالأوراق التجارية من كمبيالات وغيرها أما السوق المالي فيتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات.

5- يزود السوق النقدي المشروعات برأس مالها العامل، أما السوق المالي فهو يزودها برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد.

6- السوق النقدي هو سوق الادخار أي السوق الذي يحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخارها، أما السوق المالي فهو سوق استثمار أي السوق الذي يحرك الأموال التي تسعى وراء الاستثمار سواء في البنوك أو في البورصة.

2- التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار:

2-1- السوق الأولية:

وهي السوق التي يتم فيها شراء وبيع أسهم وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية وغيرها

¹ حدة رايس، مرجع سبق ذكره، ص ص 5-6.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة. لذلك تدعى هذه السوق بسوق الإصدارات الجديدة.¹ وعادة ما تتولى عملية الإصدار مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.

والاكتتاب في الأسهم قد يكون خاصا أي مقصورا على المؤسسين وحدهم وقد يكون عاما، وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها، أما الاكتتاب في السندات فغالبا ما يكون عاما، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتتاب فيها، ويتم ذلك من خلال نشرة الاكتتاب التفصيلية.²

2-2- السوق الثاني:

يقصد بالسوق الثاني السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها وذلك بحسب أنظمة وإجراءات تضعها إدارة البورصة وتشرف عليها هيئات مراقبة حكومية . ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة . ولعل البورصات هي الشكل السائد للأسواق المنظمة والتي يقصد بها ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة المصدرة لتلك الورقة . وباختصار يمكن تقديم خمس مزايا لبورصة الأوراق المالية :

- إن وجود مكان محدد يجعل من السهل تنفيذ عمليات الشراء والبيع بكفاءة وتكلفة أقل . وبالتالي فإن السيولة التي تتحقق نتيجة تلك العمليات تجعل المستثمرين راغبين في قبول عائد قليل نسبيا على الأوراق المالية ، وهذا معناه انخفاض تكلفة الأموال .

- إن عمليات البيع والشراء التي تتم يوميا هي بمثابة اختبار لقيم الأوراق المالية وهو ما يسهل عمليات التمويل والتوسع .

- يعتبر وجود بورصة أوراق مالية نشطة وكفئة عاملا أساسيا في تطور سوق الرأسمال الأولى ؛ حيث تجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق مما يخفض من خطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار .

- تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة . فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالي من

¹ Jean Bateau, Jacuelin Delehay , (2001) : Gestion financière, Dunod ,paris,10^{ème}édition , p22.

² عصام حسين، (2007): أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 18.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية ، وترتفع أسعار أسهمها في السوق . أما الشركات التي تكون نتائج أعمالها غير مرضية ، فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق .

- تساهم البورصة في تشجيع عملية الادخار والاستثمار في المجتمع ، وذلك بتجميع الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لاستغلال فرصها الاستثمارية المنتجة . ويعتبر السوق الثاني (أو الثانوي) ذو كفاءة عالية إذ يمكن من توجيه رؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية وربحية . وهناك شرطان ضروريان لذلك أولهما توفر المعلومات الضرورية عن الأوراق المالية التي يجري تداولها ، بالإفصاح عنها ونشرها بسرعة وتوصيلها إلى كافة المتعاملين في السوق بأقل تكلفة ممكنة . أما الشرط الثاني فهو أن تكون تكاليف المبادلات (عمولات الوساطة) منخفضة بحيث لا تقف عائقاً أمام بيع وشراء الأوراق المالية حتى ولو كانت فرص الربح من التداول صغيرة .

2-3- السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاعاً من السوق غير المنظم ، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة . وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأبي كمية مهما كبرت أو صغرت ، وهي تمارس دوراً منافساً للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة . أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية . هؤلاء العملاء الذين وجدوا في هذه السوق فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغر بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة . هذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة .

2-4- السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة ، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

للممارسة . وفي ظل هذه السوق تيرم الصفقات بسرعة أكبر ، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين ، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات.¹

3- التصنيف حسب طريقة التداول:

3-1- الأسواق الحاضرة:

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) وأحيانا يطلق عليها إسم "أسواق الأوراق المالية"، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

3-2- الأسواق الآجلة:

ويطلق عليها "أسواق العقود المستقبلية" وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغيير السعر، مما يدفع ويشجع الشخص المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.²

4- التصنيف حسب المنتجات المتداولة:

تقسم الأسواق المالية من منظور طبيعة المنتجات المتداولة، والتي قد تكون سلعا، قروضا أو أوراقا مالية إلى عدة أسواق فرعية نذكر منها ما يلي:

4-1- بورصة السلع

تعرف هذه البورصة على أنها جمعية من الأفراد والشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة كالحبوب، اللحوم، المعادن، الخشب، وعليه فإن بورصة السلع، أو كما تعرف ببورصة التجارة هي ذلك المكان التي يلتقي فيه الباعة والمشترون للسلع المختلفة،

¹ أحمد بوراس، (2006-2005): دروس في مقياس الأسواق المالية، على الموقع: <http://elibrary.mediu.my-books-MAL00082> ، تاريخ الإطلاع: 2021/03/10، ص ص 72،73.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2001): الأسواق المالية والنقدية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات الاستثمار)، دار الجامعية، الاسكندرية، مصر ص ص 255-256.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

خاصة تلك التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم اندثارها بسرعة كالفواكه وإمكانية قياسها وغيرها من الشروط.¹

4-2- أسواق الأوراق المالية:

ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة . وتمتاز الأسواق المالية للأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي ممكن أن تجرى ، حيث تكون على نوعين ؛ العمليات الفورية والعمليات الآجلة . إذ تتم العمليات الفورية بالاتفاق على الصفقة ، وبمجرد حصول الاتفاق يمكن للمشتري أن يتسلم الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنها فورا . أما العمليات الآجلة فيتم الاتفاق فيها مسبقا على يوم التسليم وعلى سعر التبادل .

4-3- أسواق القروض:

تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل التقاء بين الجهات المحتاجة للتمويل الخارجي بمختلف آجاله وبين الجهات صاحبة الفوائض المالية . ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل وسوق القروض قصيرة الأجل.²

5- التصنيف حسب المجال المغطى:

5-1- الأسواق المالية الدولية:

تعتبر أسواق المال الدولية مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا بالنسبة للحكومات من أجل تمويل العجز أو المشاريع المختلفة . هذه المصادر أو الودائع قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل ، والتي يتم جمعها من الجمهور والمؤسسات المالية المختصة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأوروبية المرخصة ، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات والحكومات الطالبة لمصادر التمويل .

¹ محفوظ جبار، (2000): سلسلة التعريف بالبورصة وموقعها من أسواق العمليات المالي، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، ص 73.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 75.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

ومن هنا فقد عرفت هذه الأسواق عدة تعاريف مختلفة ، فمنها من عرفها بأنها أسواق الديون المقومة بالعملة المختلفة وإن كان الدولار أهمها ، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول . وهناك من عرفها انطلاقاً من دورها الاقتصادي ، حيث يتمثل دور أسواق رؤوس الأموال الدولية في تمويل العمليات الدولية كالصادرات من السلع والخدمات والعمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية.

وهي تتطوي على عدة عناصر تجعل من هذه العمليات التي تجرى في الأسواق الدولية أكثر تعقيداً وخطورة من مثيلتها في الأسواق الوطنية . إن التعقيدات الإضافية ، في هذه الحالة ، تحدثها العملة المعتمدة للوسائل المستخدمة . فغالبا ما يستخدم المقرض والمقترض عملة تختلف عن تلك المستخدمة في العمليات الرئيسية ، فينتج عن ذلك حالة من الشك عند المشاركين في هذه الأسواق بسبب تقلبات قيمة العملات بالنسبة لبعضها البعض ، فالعمليات المالية تحدث مخاطر صرف لأحد الطرفين أو لكليهما¹.

5-2- الأسواق المالية الإقليمية:

يقصد بأسواق المال الإقليمية تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية ، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها ؛ كدول الخليج ، أو الدول المغاربية ، أو غيرها من الاتحادات القائمة .

5-3- الأسواق المالية المحلية:

هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل منشآت الأعمال الوطنية والخاصة ، وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة . وهي وسيلة تستطيع من خلالها المنشآت العمومية والخاصة وكذا الحكومة من إصدار وتداول الأوراق المالية المختلفة بحسب رغبتهم واحتياجاتهم للأموال ، أوراق ملكية أم أوراق دين ، أوراق قصيرة الأجل أم متوسطة وطويلة².

¹ نفس المرجع، ص 76.
² أحمد بوراس، (جوان 2002): العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17، منشورات جامعة قسنطينة، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، ص 82.

ثالثاً: أهمية الأسواق المالية

يمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية كأداة لتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة في النقاط التالية:¹

1- التوجيه السليم للموارد الاقتصادية بالبلد:

يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية من خلال تفاعل البائعين والمشتريين بالسوق ، وحسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة ، فتتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين . وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية لتغطية نفقاتها الاستثمارية بناء على سعر التوازن بالسوق ، وبالتالي تبقى في الاقتصاد الاستثمارات التي تحقق رغبات المدخرين ، وتخرج منه الاستثمارات التي تقل عوائدها عن مستوى رغبات المدخرين من فوائد وأرباح . لذلك فإن آلية عمل الأسواق المالية تساهم في توجيه الاقتصاد بما يحقق غاياته في إشباع رغبات المجتمع .

2- توفير السيولة في الاقتصاد:

قد تمر الشركات بظروف تشجعها على اللجوء للأسواق المالية التي توفر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة . هذا بالإضافة إلى أنه ، وعن طريق السوق المالي ، يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى عمل ذلك . أما في الحالة العكسية وفي حالة غياب الأسواق المالية سيضطر حامل السند إلى انتظار موعد استحقاقه ، ويضطر حامل السهم إلى الانتظار حتى تحل أو تصفى الشركة طوعاً أو جبراً وتتحول إلى سيولة .

3- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق:

ليس هناك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشتريين أو البائعين ، فالأسواق توفر الوقت على المتعاملين بالسوق ، فهي تعلن دائماً عن الإكتتابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية موفرة على المتعاملين عناء وتكلفة البحث لتقرير البيع أو الشراء .

إضافة إلى ذلك توفر الأسواق المالية الثقة والأمان للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة ، مما يجعل المتعامل يثق بالأسعار دون الحاجة إلى جمع المعلومات عن التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة واللازمة لتقييم وضع الشركة .

¹ أحمد بوراس، دروس في مقياس الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 84-85

4- تشجيع قيام الاستثمارات الكبيرة:

يعتبر هذا الدور من أهم مقومات الاقتصاديات المتطورة ، لأن وجود الصناعات الإستخراجية والثقيلة التي تعتمد على أساليب تكنولوجية حديثة ومعقدة تتطلب أحجاما ضخمة من الأموال . هذه الأموال التي لا يمكن توفرها إلا من خلال تضامن أفراد المجتمع . فبالإضافة إلى كون الأسواق المالية توفر هذه الأموال بجمعها من المدخرين لصالح هذه الاستثمارات ، فإنها أيضا تقوم بتوزيع المخاطر ، والتي يتعذر تجنبها ، على أكبر عدد ممكن من المساهمين أو المقرضين .

5- توفير أدوات مالية متعددة:

إن الأدوات المالية التي توفرها الأسواق المالية متعددة ومتباينة في مستوى مخاطرها بما يجعلها تتجاوب مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة ؛ فهناك البعض من أفراد المجتمع والذين يتسمون بالمغامرة تجدهم يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى لو تطلب ذلك تحمل مخاطر كبيرة ، ولهذا فهم يفضلون الأسهم على السندات والعكس بالنسبة للبعض الآخر (المحافظين) .

رابعا: كفاءة الأسواق المالية

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

قدم Fama أول تعريف للسوق الكفاء، حيث اعتبر أنه "يكون السوق المالي كفاء إذا كانت مجموع المعلومات المتوفرة المتعلقة بكل أصل مالي مسعر في السوق مندمجة آنيا في سعر هذا الأصل".

و في 1970 طور Fama تعريف الكفاءة و ذلك لعدم إمكانية اختبار صحة التعريف الأول، و تم عرض التعريف الثاني للكفاءة في مجلة "Journal of finance" فحسب Fama "يكون السوق كفاء إذا كان مجموع المعلومات الخاصة بتطور الأصول المالية تندمج آنيا و بصورة كاملة في الأسعار"، كما اقترح ثلاث صيغ للكفاءة المعلوماتية بحسب الأنواع الثلاثة للمعلومات في السوق المالي و التي تتمثل في: المعلومات التاريخية، المعلومات العامة المنشورة، المعلومات الخاصة.

فالكفاءة المعلوماتية للأسواق تستطيع أن تكون أكثر أو أقل فعالية حسب طبيعة المعلومات المعتمدة من طرف المستثمرين، فالكفاءة ضعيفة إذا كان مجموع المعلومات لا تتضمن إلا سلاسل الأسعار الماضية، و الكفاءة المتوسطة إذا كانت مجموع المعلومات الموجودة تتضمن كل المعلومات العامة

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

المنشورة، الكفاءة القوية إذا كانت تأخذ بعين الاعتبار كل المعلومات العامة و الخاصة التي يمكن التحصل عليها.¹

و من هنا تكون بدايات التحليل القياسي لفرضية الكفاءة، و انتقالها من مجرد مفهوم نظري إلى اختبارات تطبيقية من أجل دراسة مدى تطبيق مفهوم الكفاءة النظري في الأسواق المالية. و في 1991 اقترح Fama تطويرا لاختبارات الصيغ الثلاثة للكفاءة: حيث اقترح اختبارات توقع العوائد للصيغة الضعيفة، و اختبارات دراسة الأحداث للصيغة المتوسطة، و اختبارات المعلومات الخاصة للصيغة القوية.

2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية: هناك نوعان من الكفاءة، هما:

2-1- الكفاءة الكاملة: يمكن القول أن السوق الكفاء هي تلك التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا بالطبع يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثمّ لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية:²

- عدم وجود قيود على التعامل، مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية، مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبيان؛

- توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، بدون تكاليف ما يسمح أن تكون توقعات المتعاملين متماثلة؛

- وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛

- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

2-2- الكفاءة الاقتصادية:

¹ Gérard CHAAEAUX :théorie financière, disponible sur le lien : <http://pagesperso-orange.fr>, consulté le 10-05-2014

² صلاح الدين حسن السيسي، (2003): "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، مصر، ص: 62.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.¹

3- الصيغ المختلفة للكفاءة:

وضع Fama درجات لمجموعة المعلومات، نتيجة هذا العمل موضحة من خلال تعريف كفاءة المعلومات تحت ثلاثة أشكال متصاعدة و التي تختلف من حيث كمية المعلومات التي يجب أن تدمج في الأسعار الجارية للأصول.

3-1- الصيغة الضعيفة للكفاءة:

السوق كفاء حسب الصيغة الضعيفة يعني أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم و على حجم التعاملات في الماضي، مما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، حيث نجد أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض و لا يوجد بينها أي ارتباط.

3-2- الصيغة المتوسطة للكفاءة:

حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل أيضاً كافة المعلومات المتاحة للجمهور و التنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية و الاقتصادية في الدولة و الصناعة و المنشأة، و يعني أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات و بالتالي لن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين، حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه

¹ منير إبراهيم هندي، (2002): "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" منشأة المعارف، مصر، ص:497.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

المعلومات و بذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم و سعره و تتحقق الأرباح فقط قبل وصول هذه المعلومات.

3-3- الصيغة القوية للكفاءة:

سعر السهم في السوق هو انعكاس ليس فقط للمعلومة التي تتكون من الأسعار التاريخية و المعلومة العمومية المتاحة و لكن كذلك المعلومة الغير عمومية أو الخاصة هذا يعني أن كل معلومة معروفة لجميع المتعاملين في السوق، و لا يوجد إذا احتمال لتحقيق أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين.¹

4- متطلبات كفاءة سوق المال:

لكي يتحقق هدف سوق المال والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد، يجب توافر شرطين:²

4-1- كفاءة التسعير:

تسمى بالكفاءة الخارجية ويقصد بها وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أن السعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة، وأن الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره، وفي ظل السوق الكفء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.

4-2- كفاءة التشغيل:

تسمى بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمختصين أي صناعات السق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، هذا يعني أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

¹ عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ص ص 183-184.

² محمد الصيرفي، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ص 33.

خلاصة الفصل:

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في الموازنة بين وحدات الفائض ووحدات العجز. كما تساعد في جذب رؤوس أموال أجنبية وفي تمويل المشاريع الكبيرة، كذلك تعتبر وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي يعاني منها الكثير من القطاعات والمستثمرين المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان متوسط وطويل الأجل، كما أنها تلعب دورا هاما في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا و شراء مما له أثر هام في تنمية ثرواتهم.

وقد حاولنا من خلال هذا الفصل إبراز نشأة ومفهوم الأسواق المالية، أنواعها، أهميتها، وأخيرا كفاءة الأسواق المالية.

الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد وسوق رأس المال

تمهيد:

تعد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال، فهي سوق الأموال قصيرة الأجل، التي لا تتعدى مدة استحقاقها من حيث مصادرها واستخداماتها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري فيه أوراق الدين قصيرة الأجل. ومواصفات سوق النقد أنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك أنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا نشاط السوق، لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا، لأن القيمة الاسمية لهذه الأدوات شبه مؤكدة ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية، لاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المراكز الائتمانية القوية.

وتتوفر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فنشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية، ومخاطرة تكون منخفضة، وأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة.

أولاً: الأدوات المالية المتداولة على مستوى الأسواق النقدية

تتعامل السوق النقدية للأوراق المالية في تلك الإصدارات قصيرة الأجل، والتي تمثل صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين سبق وأن أقرضه لطرف آخر. وعادة ما تكون هذه الأوراق المالية قابلة للتداول، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة شهور أو سنة على الأكثر. هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر. ونظرا لانخفاض مخاطر التوقف عن السداد، فإنه يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض، وقد لا يتجاوز معدل التضخم.

و في بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدما، وذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق. ويمثل الفرق مقدار الفوائد.

وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد. وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية، كما يتوقع أن تزداد تلك القيمة

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق ، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الاسمية المدونة عليها .

1- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل ، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة . وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيليهما للشهادات الشخصية الغير قابلة للتداول في السوق . مع الأخذ بعين الاعتبار أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرذا مع تاريخ الاستحقاق .

ونظرا لأن هذه الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل ، فإنه لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق ، ويبقى السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثانوية، الذي يتضمن بيوت السمسرة ، البنوك التجارية ، وما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.¹

ومن المزايا التي توفرها شهادة الإيداع مايلي:²

- يمنح حاملها الفرصة للحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة.
- معدل العائد للمستثمر في شهادة الإيداع أعلى من العائد على حساب التوفير ومن عائد السندات الحكومية.
- تتميز بدرجة عالية من السيولة والأمان نظرا لقبولها من البنك المركزي وتبني إصدارها من المصارف.

2- القبولات المصرفية:

عبارة عن سحبات مصرفية يستخدمها المستورد عند استيراد البضاعة من الخارج. فهي إذن حالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل، حيث يصدر البنك التجاري حوالة يتعهد فيها

¹ أحمد بوراس، دروس في مقياس الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 90.
² دريد كامل آل شبيب، (2012): الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، ص172.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق، وتنشأ هذه الحوالات بشكل واسع في عمليات تمويل التجارة الخارجية، وتتراوح آجال استحقاقها بين 30 و180 يوماً، معتدلة المخاطر، ويرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، والعلاقة بينها عكسية؛

3- الكمبيالات المصرفية:

تمثل الكمبيالات المصرفية تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك. ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد، الذي في الواقع يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد، حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، والذي هو بدوره يمكنه بيعه لطرف ثالث، ورابع وهكذا. أما في تاريخ الاستحقاق فيحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره، وفي حالة فشله في استرداد قيمة التعهد فحينئذ يمكنه الرجوع على البنك الذي وافق على التعهد من البداية.

4- الأوراق التجارية:

تتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع. وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاه تلك البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق، وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق التجارية.¹

وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق يمكن استخلاص أربع سمات أساسية لها:²

- أنها لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها، والتي على أساسها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق.

- أن التزام البنوك بسداد قيمتها يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدود، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضاً ويعادل تقريباً معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية.

¹ أحمد بوراس، دروس في مقياس الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 91.
² المرجع نفسه

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- تساهم الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق في خلق سوق ثان نشط لها يتمثل في بعض بيوت السمسرة والبنوك التجارية .

- ونظرا لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها ، فإنه ورغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندارد آند بور Standard and Poor S&P في الولايات المتحدة دليلا خاصا بأسماء تلك المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق .

5- قرض فائض الاحتياطي القانوني:

قد يحصل لدى بنك فائض في قيمة الاحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يستطيع إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز في الاحتياطي الاقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة (تتوافق مع حجم الودائع لدى البنك المعني).¹

6- قروض الدولار الأوربي:

يستخدم اصطلاح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية . ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار ، بمعنى أنه تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط .

وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر مدة الاستحقاق. تتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوربية التي تتعامل بالدولار ، وذلك للاستفادة من ارتفاع معدلات الفائدة مثلا .

هذا ولم يعد الأمر مقتصرًا اليوم على الدولار فقط ، بل أصبح هنا سوق للعملة الأوربية الموحدة موازيا لسوق الدولار الأوربي يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض .²

7- اتفاقيات إعادة الشراء:

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، مرجع سبق ذكره، ص 237.
² أحمد بوراس، دروس في مقياس الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 92

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

تمثل هذه الاتفاقيات إحدى وسائل الاقتراض التي يتبعها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية بغرض تمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وتكون فترة الاقتراض ليوم واحد أو عدة أيام قليلة، وتتم عملية الاقتراض بأن يلجأ التاجر إلى سمسار متخصص في تلك الاتفاقيات للبحث عن مستثمر يبيع بموجبه الأول للثاني بصفة مؤقتة أوراق مالية بما يعادل المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم بإبرام صفقة إعادة الشراء ستنفذ في الموعد الذي لم يعد التاجر يحتاج للأموال التي سبق أن حصل عليها من المستثمر، وبهذا تنتهي الاتفاقية باسترجاع التاجر للأوراق المالية ورد الأموال إلى المستثمر.

وتحتسب المكاسب على الأموال المقترضة بالفرق بين عقد البيع وعقد الشراء، وإذا كانت فرصة لإبرام العقدين بالقيمة ذاتها فإن المنافع أو المكاسب التي يحصل عليها المستثمر تتمثل بفائدة يحدد معدلها مستقبلاً.

ومن هنا يتبين أن اتفاق إعادة الشراء ماهو إلا قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق، حيث لا يترتب على عقد البيع انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية من التاجر إلى المستثمر بل تبقى في حوزة التاجر، ولكن يبين في الاتفاق على رهن الأوراق لصالح المستثمر.¹

8- أدونات الخزينة:

تمثل أدونات الخزينة أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة . ولضمان استمرارية وجود تلك الأدونات تحرص الحكومات على إصدارها دورياً . وتتميز أدونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية . فهي عادة ما تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية . وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على المستند ، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر .²

فضلاً عن ذلك هناك مزايا أخرى لأدونات الخزينة والتي من أهمها:³

¹ حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة،(2013): الأسواق المالي، بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص ص 53-54.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 93.

³ مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، (2017): أسواق مالية ومصرفية، دار الإعصار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 83.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- وجود إعفاءات عن ضرائب الدخل، وهنا كلما كانت الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذه الضرائب.
- تتسم أذونات الخزينة بفتراتها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومية مركزيو، وبالتالي هذه الأداة من أكثر أدوات الأسواق النقدية أمانا.
- إن كثرة عدد المشترين والبائعين لأذونات الخزينة المركزية تجعل أسواق هذه الأذونات عميقة، وهذا ما يزيد التنافس السوقي الذي يمكن أن يضمن في النهاية لكافة الأطراف السعر العادل.
- تتميز أذونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول، وهذا ما يحقق للأداة المعنية سيولة عالية نسبيا.
- إصدار أذونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي.

ثانيا: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

1- الأسهم:

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

1-1- تعريف الأسهم:

يعرف السهم أنه عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.¹

السهم ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها.

¹ مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله: "الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر، سنة

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

وهي عبارة عن مجموعة كبيرة من الأوراق التي تمثل أموالاً خاصة، والتي تسمح بتنوع مصادر تمويل المؤسسات.¹

للسهم قيم مختلفة، من بينها نذكر:²

- **القيمة الإسمية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، صدر بها السهم لأول مرة، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة؛
- **القيمة السوقية:** وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، قد تكون أكثر من القيمة الإسمية أو مساوية لها أو تكون أقل منها وذلك حسب العرض والطلب عليه في سوق الأوراق المالية، فهي القيمة التي يباع بها السهم؛
- **القيمة الحقيقية للسهم:** وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول، ويقصد بصافي الأصول ممتلكات الشركة المختلفة، فهذه القيمة تمثل نصيب السهم في ممتلكات الشركة .

1-2- خصائص الأسهم:

تتمتع الأسهم بعدة خصائص يمكن تلخيصها فيما يلي:³

- قابلية السهم للتداول حيث يعطي السهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية إذا كانت صفقة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد، فإن هذه الصفقة توجد في الأسهم بشكل مطلق، ولكن بعض القوانين تفرض في الغالب للسيطرة والحد من هذه العمليات والحد من عمليات المضاربة غير المشروعة.

- تساوي القيمة الإسمية للأسهم، وهذا يعني أن إصدار الشركة المساهمة للأسهم العادية يكون أسهماً متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عادية على نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى. إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر سندات مختلفة القيمة الإسمية في آن واحد.

¹ Christian et Mireille ZAMBOTO, (1997) : Gestion financière : finance de marché. Edition Bunod, Paris, P13.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، (2005): "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، كنوز اشبيلية، السعودية.

³ نور الهدى دحماني، (2019-2020)، مطبوعة في مقياس التأهيل الجامعي، جامعة الشاذلي بن جديد، الطارف، ص ص 28،29.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- عدم قابلية السهم للتجزئة، فالأصل في السهم أن تكون ملكيته لشخص واحد، ولكن هذا ليس بشرط، إلا أنه لا يجب أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة إذا كان يملكه أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، لذلك يتعين عليهم اختيار شخص واحد يمثلهم أمام الشركة.

1-3- أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس متنوعة كما يلي:

1-3-1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي:¹

أ- **سهم لحامله**: عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية هذا السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض لها صاحب السهم كالسرقة، الضياع... لذا تمنع معظم قوانين الشركات إصدار مثل هذا النوع من الأسهم؛

ب- **السهم الإسمي**: ويصدر هذا النوع من الأسهم بإسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا إسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة؛

ج- **السهم الإذني**: وهو السهم الذي يكتب عليه عبارة (لأمر) ويتداول بطريقة التطهير، حيث يقوم البائع بكتابة عبارة (لأمر) على ظهر شهادة السهم للدلالة على انتقال ملكيته للمشتري.

1-3-2- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى:²

أ- **الأسهم النقدية**: هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع قيمته نقداً؛

ب- **الأسهم العينية**: تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص عينية، كالمساهمة على شكل عقار مخزونات، براءة اختراع...؛

ج- **الأسهم المختلطة**: يكتتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص عينية معا.

1-3-3- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي تمنحها لحاملها:

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى ما يلي:

¹ شعبان محمد إسلام البرويري(2002): "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، الطبعة الأولى، دار الفكر، سور، ص: 19.

² محمد مداحي، مطبوعة في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، ص 82.

أ- الأسهم العادية:

هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها، ويمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، بل تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلا عن القيمة الاسمية للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية. ويتمتع حامل السهم العادي بالحق في المشاركة في اتخاذ القرار داخل الشركة والحق في نقل ملكيته، بالإضافة إلى حصوله على عائد سنوي ناتج عن الأرباح الموزعة للشركة إذا حققت أرباحا وقرر مجلس الإدارة توزيع جزء منها، والأرباح الرأسمالية الناتجة عن تغير القيمة السوقية للسهم.¹

أ-1- أنواع الأسهم العادية:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:²

- **الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة:** عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحا عالية نسبيا وتقوم بتوزيع الأرباح بشكل منتظم، وهي تمثل عادة نسا مرتفعة من مجموع الأرباح القابلة لتصرف الشركة أو الشركات المعنية. وبالمقابل فإن المستثمرين يبتعدون غالبا عن أسهم الشركات التي تعاني من انخفاض الأرباح الصافية وكذلك انخفاض أو عدم انتظام حصص المساهمين من هذه الأرباح.

- **الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة:** عندما يقيم سهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة. ويطلق على هذا السهم الورقة الراححة. ومن خلال مقارنة الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة خلال فترة كافية من الزمن يمكن للمستثمر انتقاء أكثر الفرص الاستثمارية ربحية.

- **الأسهم المحايدة وأسهم المضاربة:** فيما يخص الأسهم المحايدة فإنها لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق المالي وذلك لأسباب عديدة أهمها تحوط الشركات المصدرة وإعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية

¹ نفس المرجع.

² نور الهدى دحماني مرجع سبق ذكره، ص ص 30-31

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

والتقلبات الأخرى والتزاماتها بإستراتيجية الدفاع وتجنب حالات الاندفاع غير المدروس وراء العوائد المتزايدة.

أما بالنسبة لأسهم المضاربة فإنها بعكس الأسهم العادية تخضع من حيث الطلب والسعر لتقلبات جديدة، وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثاً عن الأرباح السريعة وفي الفترات القصيرة.

- أسهم شبكات المعلومات الدولية:

خلال السنوات الأخيرة لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم شبكات المعلومات الدولية.

أ-2- خصائص الأسهم العادية:¹

- **الحق في الأرباح الموزعة:** يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة، من جهة كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنوياً من جهة أخرى فقد تحتفظ بجزء أو كل الأرباح.

- **حق التصويت:** إن المساهمين باعتبارهم ملاك الشركة لهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة، ويتم ذلك بالتصويت على أساس أن لكل سهم صوت، ويعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جداً كتعديل القانون الأساسي للشركة وكيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأسمالها.

- **حق حضور الجمعيات العامة:** هذه الجمعيات تكون عادية أو طارئة بحيث يكون للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معاً.

- **حق بيع الأسهم:** تأتي هذه الفكرة كون شركة المساهمة ليست ملزمة بإرجاع المبالغ المستثمرة للمساهمين. لذلك للمساهمين العاديين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم ببيعها في البورصة إذا كانت الشركة المعنية مسجلة في البورصة وإذا لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم بصورة مباشرة.

- **حق الاطلاع على وثائق الشركة:** للمساهمين العاديين حق الاطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضرورياً، وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم طلب ذلك عن طريق المحكمة.

¹ سعد عبد الحميد مطوع، (2001): الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، مصر، ص ص 186-187.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية: تصفى الشركة لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها عندئذ تقوم ببيع أصولها وتسديد ما عليها من ديون ثم دفع نصيب حملة الأسهم وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين.

أ-3- اتجاهات حديثة في الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم العادية والتي نذكر أهمها فيما يلي :

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

إن الذي ظل معروفا لدى المتعاملين الاقتصاديين هو أن يكون للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية يحصل حاملها على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية ، إذا ما قررت إدارة هذه الشركة توزيعها . غير أن شركة جينرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية ؛ فالى جانب الأسهم العادية للشركة ككل ، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها اسم " E Class " ، و ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها ، بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية ، ومجموعة أخرى أطلق عليها اسم " H class " ، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات . وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا انه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل في التوزيعات الخاصة بالأسهم العادية ، هو حصول حامل السهم العادي على نصيب من الأرباح المحققة في حالة قرار الشركة بتوزيع هذه الأرباح أو جزء منها . وعليه فإن هذه التوزيعات لاتعتبر من بين المصاريف التحميلية التي ينبغي خصمها قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات. إلا أنه وفي السنوات الأخيرة ، صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للشركات التي تتبع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة ، وهذا في إطار تشجيع الخطة المنتهجة لتشجيع مشاركة العاملين بالمنشأة في ملكيتها .

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

هذا بالإضافة إلى نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من طرف هذا الصندوق .

وهناك عدة عوامل تساعد على نجاح خطة المشاركة هذه ؛ منها أن الخصم الضريبي الذي تستفيد منه المؤسسة المالية المقرضة يجعلها في موقف يسمح لها بتخفيض معدل الفائدة على القرض الممنوح للعاملين ، والذي يؤدي بدوره إلى تخفيض تكلفة تمويل شراء الأسهم . بالإضافة إلى ذلك فإن خصم قيمة التوزيعات من الإيرادات قبل فرض الضريبة ، و هو الأمر الذي لا يمكن تحقيقه إلا في ظل خطة المشاركة ، يعد دافعا قويا لقيام الشركة المعنية بتقديم مساهمتها الإضافية - والتي تخصم بدورها من الإيرادات قبل حساب الضريبة (تخصم من الأجر) - لزيادة حصة الموارد المستخدمة في شراء الأسهم . بل وقد تذهب في هذا الشأن إلى حد تقديم بعض الأصول كرهن لقيمة القرض المستخدم لتمويل خطة المشاركة . وبالطبع يتوقع أن يتزايد حماس المنشأة إذا كانت أرباحها تقع في شريحة تخضع لمعدل ضريبة مرتفع .¹

- الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على المنشأة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار وفي هذه الحالة فإنه يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم. كما أن مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض، وعندئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء وبين السعر الأدنى للقيمة السوقية التي تضمنه المنشأة، باختصار لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر فمحدودة.²

ب- الأسهم الممتازة:

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره ص ص 13-14.
² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2006): الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر ص 40.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية ، وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي . ولهذا المستند قيمة اسمية ، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي . غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي ؛ حيث تحسب قيمته الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر بدفاتر الشركة على عدد الأسهم المصدرة . بمعنى آخر أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر بميزانية المنشأة .

ولقد ظهر هذا النوع من الأسهم أول ما ظهر في القرن التاسع عشر لتشجيع المستثمرين من أجل الاستثمار في السكك الحديدية الأمريكية . وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات . فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي ، من أهمها أنه يمثل مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق ، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته . كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم 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 لحامل السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم . هذا من جهة ، ومن جهة أخرى وفي حالة تصفية المنشأة ، فإن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على قيمة أسهمهم من صافي التصفية قبل المساهمين العاديين .

وعلى الرغم من أنه ليس للسهم الممتاز تاريخ استحقاق معين ، إلا أنه قد ينص على حق المنشأة في استدعاء هذه الأسهم إذا ما رأت ضرورة لذلك . أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حملة هذه الأسهم على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية . ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للمنشأة إذ يمكنها الاستفادة من أسعار الفائدة في السوق ، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها وإحلالها بسندات أو بأسهم ممتازة ذات معدل منخفض¹ .

ب-1- أنواع الأسهم الممتازة:

- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح والأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح:

¹ أحمد بوراس، دروس في مقياس الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 16.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

حيث الأولى لها الحق في الحصول على الأرباح عند تحقيقها ولو لم يتقرر توزيعها وبالتالي فإن حقها في الحصول على الأرباح لا يسقط، أي أنها تحصل على أرباح السنة التي تحقق فيها الشركة أرباح ولا تقرر توزيعها وذلك في السنوات اللاحقة التي يتقرر التوزيع فيها، في حين أن الثانية لا تحتفظ بهذا الحق عندما تحقق الشركة أرباحاً ولا تقرر توزيعها، حيث يسقط حقها هذا ولا تحصل على تلك الأرباح في السنوات اللاحقة على السنة التي لم توزع فيها الأرباح المتحققة.

- الأسهم الممتازة المشتركة في الأرباح والأسهم الممتازة غير المشتركة في الأرباح:

حيث الأولى لها الحق في المشاركة بالأرباح المتبقية بعد أخذ المساهمين النسبة المحددة للأسهم الممتازة من هذه الأرباح، في حين لا يحق في الثانية المشاركة بعد أخذهم الحصة من الأرباح المحددة لهم.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

هي أسهم تعطي لحاملها ميزة تحويلها إلى أوراق مالية أخرى في المستقبل، كأن يكون لهم الحق في تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب مالية

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

يطلق عليها أيضاً الأسهم الممتازة القابلة للسداد، حيث تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم ويحتفظ بحقها في سداد قيمتها لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، وتلجأ الشركة إلى استدعاء أسهمها الممتازة من حائزيها ودفع مقابل يفوق القيمة الاسمية عندما نجد أدوات تمويلية بديلة العائد فيه منخفض مقارنة بعائد الأسهم الممتازة.¹

و ظهر سنة 1982 في الولايات المتحدة الأمريكية و لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية ، وهي سندات الخزينة . على أن يجرى تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغيير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات . و للمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم ، عادة

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص ص 33-34.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% من القيمة الاسمية للسهم ، وإن كان يشترط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 15,5% من تلك القيمة.¹

2- السندات:

2-1- مفهوم السند:

يعرف السند على أنه: " وعد مكتوب من قبل المقترض" المصدر" بدفع مبلغ معين من المال" القيمة الاسمية" إلى حامله عند تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ محدد"².

كما يعرف أيضا أنه: "صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض".³

إذا يمكن القول السندات تمثل ديننا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة السنوية المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.

2-2- خصائص السند:

للسندات عدة خصائص أهمها مايلي:⁴

- إن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة.

- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية، وهما أدنى عند بيعها بخصم وقيم أعلى عند بيعها.

¹ أحمد بوراس، دروس في مقياس الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² Bernard laget, (1990) : " **Les nouveaux outils financiers**", Top édition, France, p : 18.

³ سمير عبد الحميد رضوان ، (2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ص 378.

⁴ نفس المرجع، ص 378.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمر السندات يخشون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا فإن المعدلات الأعلى خصما تقدم أعلى السندات.

2-3- أنواع السندات:

تختلف تقسيمات السندات على حسب المعيار المستخدم للتقسيم، إذ يوجد العديد من المعايير والأسس ويمكن أن نلخص بعضها منها وفقا لما يلي:

- سندات قصيرة الأجل لا يتجاوز أجل استحقاقها عاما واحدا، سندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة الأجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام؛ سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول تسمى سندات الرهن؛

- سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل لا تحصل على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين؛

- سندات غير قابلة للاستدعاء وهناك سندات قابلة للاستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم؛

- سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقا؛

- سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وسندات يتم ردها مرة واحدة .

كما يمكن تصنيف السندات من حيث الجهة المصدرة لها كما يلي:

2-3-1- تصنيف السندات حسب الجهة المصدرة لها:

أ- **سندات الشركات:** تصدر هذه السندات من قبل شركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية طبقا لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني، وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل إصدار، ومن ذلك نذكر ما يلي:

- **السندات المضمونة:** التي توفر لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها، وتعد السندات المرهونة بقرار أو معدات من أهم صورها، وتسمى بسندات الرهن؛

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- **السندات العادية:** وضماداتها لحملة السندات تنحصر بقدرة الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل المبلغ، أي يعد المركز الائتماني محور ضمان هذه السندات ، وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات، حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفائدة الواجب دفعها؛
 - **سندات الدرجة الأولى والدرجة الثانية:** هذه التسمية مشتقة من الأسبقية القانونية لحملتها بموجودات الشركة عند التصفية، وعادة تكون سندات الدرجة الأولى ذات فائدة أقل من الدرجة الثانية؛
 - **سندات المشاركة:** وتعطي الحق لحملتها في المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، ومثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة؛
 - **سندات لحاملها:** وهي سندات قابلة للتداول ويمكن لأي شخص أن يحملة ويبيعه أو المطالبة بفوائده وبالقيمة الإسمية، ويمكن رهنه "شبه نقدي"، لكنها ذات مخاطر عالية خاصة عند فقدانها لذا تستحق عائدا أعلى؛
 - **سندات مسجلة بأسماء مالكيها:** بحيث لا يستطيع أي شخص من غير المالك المسجل بإسمه السند أن يتصرف فيه سواء بالبيع أو المطالبة بالفوائد أو بالقيمة الإسمية، وهي أقل خطورة عند فقدانها لذا تستحق عائدا أقل ،كذلك فبالإضافة للمخاطر القليلة، فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين والتي قد يكون مسؤولا عنها قسم كامل في المنشأة؛
 - **سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية:** يتم إصدار هذه السندات بشرط إعطاء خيار للمستثمر بين تحويله للسند إلى سهم عادي أو تحصيله للقيمة الإسمية والفوائد، وذلك في حالات توقع المنشأة مرورها بظروف كساد أو حالات سيئة رغبة منها في عدم تحمل أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد؛
 - **السندات ذات الفائدة المعومة:** وهي سندات بسعر فائدة غير ثابت متذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغيره بالارتفاع أو الانخفاض تبعا للحالة الاقتصادية؛
 - **سندات بمعدل كوبون صفري:** وهي السندات التي تباع بخصم عن القيمة الإسمية؛
 - **السندات الرديئة:** وهي السندات الغير المصنفة، وهي عادة ما تجتذب المضاربين كونها خاضعة لاحتمالات فشل كما هي خاضعة لاحتمالات نجاح.
- ب- **السندات الحكومية:** تعتبر هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية، نظرا لما تتمتع به من درجات عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة، والقابلية التسويقية العالية، لذا يطلق عليها بالأوراق المالية الخالية المخاطرة، ويعزى سبب ذلك إلى قدرة

الحكومة على تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة.

خلاصة الفصل:

تستخدم أدوات السوق النقدية من قبل مجموعة من المستثمرين الأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى سيولة لتنفيذ أنشطتها المختلفة، وتلعب المصارف دوراً أساسياً مع مؤسسات الوساطة المالية في هذا السوق، وتتمتع السوق النقدية بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي يتم التعامل بها فيها، وتتصف بالمرونة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفه الصفقات لسهولة وسرعة إنجازها وتنفيذها. كذلك السوق النقدية تتخفف فيها المخاطر لقصر آجال أدواتها. وقد لخصنا في هذا الفصل مختلف أنواع الأدوات المتداولة في السوق النقدية. بالإضافة إلى ذلك ونظراً للدور الهام الذي تلعبه سوق رأس المال في تحريك عجلة النشاط الاقتصادي فقد تطرقنا كذلك من خلال هذا الفصل إلى الأدوات المالية المتداولة على مستوى أسواق رأس المال.

الفصل الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية

تمهيد:

العمليات التي تتم في الأسواق المالية إلى الأقسام التالية: العمليات العاجلة (الفورية) والعمليات الآجلة، وهناك من اعتبر أن عقود الخيارات صورة ثالثة من صور التعامل وبعض آخر اعتبرها من ضمن العمليات الآجلة. وفي هذا الفصل سيتم الحديث عن عقود المعاملات في الأسواق المالية.

أولاً: المعاملات الفورية

1- تعريف المعاملات الفورية:

وهي المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها 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 تشترطه بعض أسواق الأسهم، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفق، وفي الحالتين يتم عمل الترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق، لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري.¹

2- أنواع المعاملات الفورية:

قد تقوم العمليات الفورية وفق عملية من العمليات التالية:

2-1- الشراء بكامل الثمن: الشراء بكامل الثمن نوع من أنواع المعاملات الفورية، ويراد به: أن يقوم المشتري بدفع كل ثمن الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله.² ويسمى كذلك بالشراء النقدي، وطبقاً لهذا الأسلوب يقوم العميل بسداد قيمة مشترياته من الأوراق المالية نقداً.³

2-2- الشراء بجزء من الثمن (الشراء بالهامش):

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، (2005): أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 669.

² نفس المرجع، ص 672.

³ محمد عدنان بن الضيف، (2013): مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ص 161.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

الشراء بجزء من الثمن، وهو ما يسمى بالشراء بالهامش، نوع من أنواع المعاملات الفورية، ويقصد به: أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة.

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، ويقوم بيت السمسرة بمقتضاه بإقراضه جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها، على أن تسجل الأسهم المشتراة 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 أن بيت السمسرة يقوم في العادة باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري من أحد المصارف بفائدة معينة، ثم يقوم بإقراضه إلى المشتري بفائدة أعلى.¹

ويسمى الشراء بالهامش لأنه يقوم على دفع هامش من السعر الذي هو على مستويين:²

- **الهامش الإبتدائي:** وهو هامش الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص ويحدد بنسبة معينة ك 40% من ثمن الأسهم المشتراة.

- **هامش الوقاية:** وهو هامش بقي السمسار من انخفاض قيمة الأسهم التي يملكها عنده المشتراة بصيغة الهامش، ويكون هذا الهامش أقل من الهامش المبدئي، وهو يتحرك على ثلاث حالات:

* إذا انخفض الهامش الفعلي عن هامش الوقاية وذلك نتيجة انخفاض سعر السهم، فإن السمسار يطلب من العميل دفع مبلغ إضافي خلال 5 أيام أو بيع جزء من الأوراق.

* إذا وقع الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي وهامش الوقاية فلا يحق للسمسار أن يطالب العميل بزيادة مساهمته.

* إذا ارتفع الهامش الفعلي عن الهامش المبدئي نتيجة ارتفاع سعر السهم، هنا يحق للعميل إما سحب جزء من القيمة التي سبق أن دفعها من أمواله الخاصة بصفتها هامشا مبدئيا وإما شراء أسهم جديدة.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 687.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص 162.

3- البيوع الأكثر شيوعا في الأسواق الفورية:

3-1-1- البيع على المكشوف:

3-1-1-1- مفهوم البيع على المكشوف:

يسمى البيع على المكشوف : (البيع القصير)، كما يسمى: (البيع بالعجز)، وتقوم فكرة هذا النوع من البيوع على بيع أوراق مالية مقترضة، 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 السمسرة أو شخص آخر)، مقابل الالتزام بإعادة شرائها، وتسليمها للمقرض، في وقت محدد".

وعرف بأنه: "بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، ويتم التسليم الفعلي، بواسطة أوراق مالية مقترضة من وكيله".

والبيع على المكشوف بهذا المعنى نوع من البيوع الفورية، وإن تأخر تسليم الأسهم عدة أيام، تبعا لنوع الإجراءات التي تتبع في كل بورصة.

والهدف الأساسي 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 يربح الفرق بين السعر المرتفع الذي باعها به في الحال، والسعر المنخفض الذي يشتريها به في المستقبل.¹

من خلال ما سبق، يتبين لنا أن البيع على المكشوف أو البيع القصير يعتمد على:²

- الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير المحدد بمدة زمنية فهو قرض حال.

- المخاطرة على نزول الأسعار، حيث فيه احتمال الربح والخسارة.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 743.
² زكريا سلامة عيسى شطناوي، (2008): الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع: الأردن، ص 126.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- الغرض من هذا البيع استعادة العميل من الفرق بين السعيرين، وأما السمسار فيحصل على العمولة مقابل خدماته.

3-1-2- مخاطر التعامل بالبيع على المكشوف:

الخسارة المحتملة في البيع على المكشوف خسارة غير محددة، وذلك أنه لا يوجد حد لارتفاع أسعار الأوراق المالي، وكلما ارتفع سعر الأوراق المقترضة كلما كبر مقدار الخسارة.

ومما يزيد من احتمال خسارة البائع على المكشوف ما قد يقدم عليه المشترون المضاربون على الصعود من محاولة رفع الأسعار، وذلك عن طريق الإقبال على شراء أسهم الشركة التي بيعت أسهمها على المكشوف، وهذا بدوره يرفع أسعارها تبعاً لقانون الطلب، كما أنه يقلل من وجود هذه الأسهم في السوق، بحيث لا توجد إلا عند المستثمرين أنفسهم، حتى إذا طالب المقرضون البائعين بسداد الأسهم التي أقرضوهم إياها، واضطر البائعون على المكشوف إلى الشراء، لتسديد قروضهم، قاموا بشرائها بأي سعر يعرضه المشترون، حتى يتمكنوا من تسليم الأسهم المقترضة.

وهذا بدوره يعرض المقرضين للخطر، لأن الارتفاع الكبير في الأسعار يجعل البائعين المقترضين غير قادرين على شراء الأسهم، وتسديد المقرضين.

ولذلك فقد اتخذت بعض الإجراءات، لضبط التعامل بهذا النوع من المعاملات، فمن ذلك، عدم السماح بعقد البيع على المكشوف إلا بسعر أعلى من سعر البيع في الصفقة السابقة، أو بسعر مساو له، بشرط أن يكون أعلى من سعر البيع في آخر صفقة سابقة تمت بسعر مختلف لنفس الورقة.

والهدف من ذلك منع البائعين على المكشوف من التسبب في انخفاض مصطنع للأسعار من أجل تغطية مواقفهم، وذلك أنه إذا تم عقد البيع بسعر أقل من السعر السابق، فإن بقية المتعاملين سيعتقدون أن هناك سبباً يدعو إلى هذا الانخفاض، فيندفعون إلى البيع بالسعر المنخفض، مما قد يترتب عليه الاستمرار في مزيد من صفقات البيع، ومزيد من الانخفاض في الأسعار.¹

3-2- التعامل بالهامش:

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 748-749.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

التعامل بالهامش أو الشراء بالهامش ، هو يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلا منهما يقوم على القرض. ووجه الاختلاف بين هذين النوعين من البيوع أن البائع على المكشوف يقترض من سمساره نقودا ليشتري له مزيدا من الأوراق المالية التي أصدر إليه الأمر بشرائها، وأما معنى الشراء بالهامش في البورصة فهو: أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراؤها من أمواله الخاصة، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة. ويحصل المشتري على القرض إما من أحد المصارف أو غيره من المؤسسات التمويلية، أو من أحد بيت السمسرة، ويتم ذلك -في الحالة الأخيرة - عن طريق اتفاق خاص، يعقده المشتري مع أحد بيوت السمسرة، يقوم بيت السمسرة بمقتضاه بإقراضه جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها، على أن تسجل الأسهم المشتراة باسم بيت السمسرة، وليس باسم المشتري.

أما نسبة الهامش، تختلف باختلاف القواعد واللوائح والنظم الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات. ويتميز التعامل بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيه، ويظهر تأثيره السلبي عندما تبدأ الأسعار بالهبوط فحينئذ يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروق حفاظا على نسبة الحدود، فإن عجزوا عن السداد، باع السماسرة الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان، وبيع السماسرة لتلك الأوراق تتعرض الأسعار لمزيد من الهبوط، حيث تزداد أوامر البيع ويقل المشترون فيؤدي إلى انهيار البورصة.¹

ثانيا: المعاملات الآجلة:

تعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل التغييرات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية، خصوصا فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم.

1- تعريف المعاملات الآجلة:

تعرف العمليات الآجلة بأنها: "العمليات التي تعقد صفقاتها وتؤجل دفع الثمن والمثمن إلى أجل معلوم ب "يتم التصفية" أو "يوم التسوية" يلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأجيل خاص وشروط وكيفية التعويض."²

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص 44.
² زكريا سلامة عيسى شنطاوي، (2008): الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ص 133

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

وعرفت بأنها: " العمليات التي يتفق فيه الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين، يسمى يوم التصفية ."

وعرفت بأنها : " العمليات التي تسوى بعد أجل معين، يتفق عليه عند عقد العملية "

ومن خلال ما سبق يمكن تعريفها تعريفا مختصرا بأنها: بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل. وبهذا تختلف المعاملات الآجلة عن البيع بأجل، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الأوراق وقت العقد، وتأجيل دفع الثمن إلى أجل أو آجال محددة.

1-1-1- تصفية العقود في المعاملات الآجلة:

1-1-2- مفهوم التصفية: يقصد بالتصفية في المعاملات الآجلة، تنفيذ العقد، بتسليم الأوراق المالية المبيعة من قبل البائع، وتسليم ثمنها من قبل المشتري، أو إبرام عقد آخر على عكس العقد الأول، بحيث يحل العاقد الجديد محل العاقد الأول تنفيذه.

2-1-2- صور التصفية: تتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاثة التالية:

- الصورة الأولى: تصفية العقد بتسليم وتسلم الأوراق المالية، أي تسليم الأوراق من قبل البائع، وتسلمها من قبل المشتري.

- الصورة الثانية: تصفية العقد بإبرام عقد آخر على عكس العقد الأول،¹ أي أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.

- الصورة الثالثة: تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ب "بدل التأجيل".² وبذلك لا يصفي المتعامل مركزه تصفية نهائية، وإنما يؤجل التصفية إلى موعد التصفية التالي، أملا في تغير الأسعار لصالحه، فإن كان البائع هو الراغب في التأجيل، فإن ذلك يسمى (وضيعة)، وإن كان الراغب في التأجيل هو المشتري، فإن ذلك يسمى (مراوحة).

1-2- التغطية:

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 788-789.

² نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص 45.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

لما كان تسليم الأوراق المباعة وكذا تسليم الثمن يتم في تاريخ لاحق، ولما كانت أسعار هذه الأوراق عرضة للتقلب، فقد ترتفع الأسعار إلى حد يكون البائع معه غير قادر على شراء هذه الأوراق وتسليمها للمشتري، وقد تتخفف انخفاضا شديدا يحمل المشتري على الامتناع عن دفع الثمن المتفق عليه، وهذا أمر يعرض سمسار كل من البائع والمشتري للخسارة، لكونه ضامنا ومسؤولا أمام الطرف الآخر، يعجز السمسار عن تحمل هذه المسؤولية، فيتضرر بذلك الطرف الآخر، ولذلك كله فقد فرضت أنظمة البورصة على كل من البائع والمشتري أن يدفع تأمينا من النقود أو الأوراق المالية لدى السمسار الذي يتعامل معه، يحدد بنسبة معينة من ثمن الأوراق المالية المشتراة، وذلك كي يتمكن السمسار من استخدامه في الوفاء بالالتزامات التي قد يعجز عنها أحد الطرفين.¹

2- أنواع المعاملات الآجلة:

2-1- المعاملات الآجلة الباتة (القطعية):

عرفت المعاملات الآجلة الباتة بأنها: "العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزما للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المبيعة التي تعهد بتسليمها، والمشتري بدفع الثمن المتفق عليه".

وعرفت بأنها: "عمليات يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري، على تصنيفها بتاريخ معين".

ويمكن تعريفها بأنها: "بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، من غير أن يكون لأحد المتعاقدين حق فسخ العقد."²

وتتميز العمليات الآجلة الباتة بما يلي:³

- عمليات يكون التعامل فيها بالنقد، ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل مضروب متفق عليه،
- عمليات تتحدد فيها في يوم التعاقد الأمور التالية: سعر الصفقة، مقدار ونوعية الصفقة، مكان وتاريخ التسليم،
- يلزم فيها كل من البائع والمشتري تنفيذ الصفقة في الأجل المضروب،

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 794.

² نفس المرجع، ص 844.

³ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص 46.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- عقود هذه العمليات غير منظمة، حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين على مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد.

2-2- المعاملات الآجلة مع شرط خيار الفسخ لأحد المتعاقدين: وهي نوعان:¹

2-2-1- المعاملات الآجلة بشرط التعويض:

عرفت تلك المعاملات بأنها: " العمليات التي تخول المتعاملين في سوق البورصة، إما بتنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو بالامتناع عن تنفيذ الصفقة، لقاء تعويض (علاوة) يعين مقداره مسبقاً."

ويمكن تعريفها بأنها: "بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، مقابل عوض يدفعه عند إرادة الفسخ".

ومن خلال ماسبق يتبين لنا أن شرط الخيار هذا قد يشترطه المشتري، وقد يشترطه البائع، وأن الطرف الآخر ملزم بتنفيذ العقد إذا اختار مالك الخيار إمضاء العقد، وذلك بأن يتسلم الأوراق المالية المعقود عليها إن كان الخيار للبائع، وأن يسلمها إن كان الخيار للمشتري، أما إذا اختار مالك الخيار فسخ العقد فعليه أن يدفع مبلغ التعويض إلى الطرف الآخر.

2-2-2- المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة:

يمكن تعريفها بأنها: بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، مقابل عوض يدفعه مقدماً ولا يرد إليه بحال.

وهذا الشرط قد يشترطه البائع، وقد يشترطه المشتري، وعلى مشتربه أن يدفع للطرف الآخر مبلغاً من المال، عوض تمتعه بحق الفسخ، وليس له أن يسترد هذا البديل، سواء اختار إمضاء العقد أو فسخه.

2-3- المعاملات الآجلة مع تخيير أحد المتعاقدين في البيع، أو الشراء، أو الفسخ: وهي نوعان:²

2-3-1- المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء:

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 850-871
² نفس المرجع، ص ص 876-894.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

يمكن تعريف هذا النوع من المعاملات بأنه: عقد بين طرفين، يكون فيه لأحدهما الخيار -في موعد أجل محدد- في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر أعلى منه.

وعليه يتضح أن لأحد الطرفين في الموعد المحدد الخيار في البيع أو الشراء بحسب الأسعار المتفق عليها وقت العقد، وأن الطرف الآخر ملزم بتنفيذ العقد بحسب ما يقرره مالك الخيار من بيع أو شراء، وإنما يقدم الطرفان على مثل هذا النوع من التعامل نظرا لاختلاف توقعتهما بالنسبة للأسعار في المستقبل.

2-3-2- المعاملات الآجلة الشرطية المركبة:

يمكن تعريفها بأنها: عقد بين طرفين، يكون فيه لأحدهما الخيار - في موعد أجل محدد - في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة، أو أن يشتري منه تلك الأوراق، أو أن يفسخ العقد، مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر، ولا يرد إليه بحال.

وبناء على ذلك فإن على مشترط الخيار أن يقرر - في يوم التصفية - واحدا من الخيارات الثلاثة، ويتوقف قراره ذلك على تغير الأسعار.

2-4- المعاملات الآجلة مع تخيير أحد المتعاقدين في زيادة الكمية المباعة أو المشتراة: وهي نوعان:¹

2-4-1- المعاملات الآجلة مع خيار الزيادة:

المعاملات الآجلة مع خيار الزيادة نوع من المعاملات الآجلة الباتة التي سبق التعريف بها، غير أن البائع يشترط لنفسه الخيار في أن يبيع المشتري كمية إضافية من الأوراق المالية، بمقدار الضعف أو الضعفين أو ثلاثة الأضعاف، بنفس السعر، أو يشترط المشتري لنفسه أن يشتري من البائع نفسه كمية إضافية من الأوراق المالية، بنفس السعر أيضا. وبناء على ذلك فإن البائع أو المشتري ملزم بتنفيذ العقد بالنسبة للكمية المتفق عليها، وهو بالخيار في تنفيذ العقد بالنسبة لما زاد على ذلك.

¹ نفس المرجع ص ص 896 - 901.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

ويمكن تعريفها بأنها: بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، مع اشتراط أحد المتعاقدين الخيار في مضاعفة الكمية المباعة أو المشتراة، بالسعر المتفق عليه.

2-4-2- المعاملات الآجلة الشرطية المضاعفة:

هي المعاملات التي يكون فيها للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها، وذلك بسعر يوم التعاقد، مقابل تعويض يدفعه ولا يرد إليه. وتتوقف قيمة هذا التعويض على مقدار الزيادة المطلوبة، إن كانت ضعفا أو ضعفين، أو أكثر.

ويمكن تعريفها بأنها: بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل، مع اشتراط أحد المتعاقدين الخيار في مضاعفة الكمية المباعة أو المشتراة بالسعر المتفق عليه، مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر، ولا يسترده بحال.

2-5- المرابحة والوضيعة:

المرابحة والوضيعة نوعان من أنواع المعاملات الآجلة، يرتبطان بالمعاملات الباتة التي سبق التعريف بها، وذلك بأن يقوم البائع أو المشتري في يوم التصفية، بإنهاء الصفقة الأولى وتصفيتها، وذلك بإبرام عقد آخر على عكس العقد الأول، كما سبق توضيحه، ثم إبرام صفقة أخرى تمكنه من البقاء في السوق، وتأجيل تصفية مركزه تصفية نهائية إلى موعد التصفية التالي، أملا في تغير الأسعار لصالحه، فإن كان البائع هو الراغب في التأجيل فإن ذلك يسمى (وضيعة)، وإن كان الراغب في التأجيل هو المشتري فإن ذلك يسمى (مرابحة).¹

ثالثا: العقود المستقبلية:

تنتمي العقود المستقبلية إلى ما اصطلح على تسميته بالمشتقات المالية، وقد عرفت هذه المشتقات بأنها: "عبارة عن عقود فرعية تبني أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عمولات أجنبية، سلع... إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة".

كما عرفت بأنها: "عقود مالية، تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل السندات، والأسهم، والنقد الأجنبي، والذهب، وغيره من السلع".

¹ نفس المرجع، ص 904.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

والواقع أن هذين التعريفين لا يكشفان حقيقة تلك المشتقات، بقدر ما ينبئان عن سبب التسمية، ولعل ذلك راجع إلى تعدد أنواعها، واختلاف هذه الأنواع فيما بينها من حيث حقيقة كل منها، حيث تنتوع إلى عدة أنواع أشهرها: العقود المستقبلية، عقود المبادلات، عقود الاختيارات.

1- تعريف العقود المستقبلية:

بدأ التعامل بهذه العقود في عام 1972 من قبل السوق النقدي العالمي (IMM) وهو فرع من بورصة شيكاغو (CME) (Chicago Mercantile Exchange) هذه الأخيرة كانت رائدة لتطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية. وفي عام 1975 حظيت أسعار الفائدة اهتمام عقود المستقبلية وخاصة اليورو دولار حيث تحدد قيمها على معدلات الاقتراض فيما بين بنوك لندن (libor). وفي الثمانينات والتسعينات توسع التعامل بالعقود المستقبلية حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى تتعامل بهذه الأدوات، ومن أهم هذه الأدوات هي بورصة لندن العالمية للعقود والخيارات المستقبلية. وتشمل عقود المستقبلية حالياً السندات الحكومية وأذونات الخزينة والذهب والقمح ومؤشرات الأسهم مثل S & p500 و djia و nikel واليورو دولار والمعادن النفيسة والمنتجات النفطية.

والمستقبلية تعني "عقود قانونية تتضمن نوع السلعة، تاريخ التسليم، الأسعار، الخصائص النوعية، التفاعلات الأخرى، ذات العلاقة" أو هي "التزام تعاقدى نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل". كما تعرف كذلك بأنها "عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين قد يكون سلعة أو ورقة مالية" بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل¹

2- مزايا العقود المستقبلية :

كما وفرت العقود المستقبلية جملة من المزايا للمتعاملين من بينها ما يلي:

2-1- المضاربة:

وذلك من خلال ما يعرف بالمتاجرة بالهامش أو الرفع المالي. وللحد من المغالاة في المضاربة تقوم إدارة السوق بوضع عدد من الضوابط من بينها تحديد المدى المسموح به للحد الأدنى والأعلى للتقلبات

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره ، ص 76.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

السعرية التي يمكن أن تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد لا يمكن تجاوزها. بالإضافة إلى وضع حد أقصى لعدد العقود التي تسمح للمستثمر الواحد أن يمتلكها في آن واحد.

2-2- التحوط في سوق المستقبلية:

وعادة ما يتم التحوط في سوق المستقبلية وذلك لتخفيض المخاطر (مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، أسعار الصرف، أسعار الفوائد..الخ) من خلال شراء العقد أو من خلال بيعه وذلك بحسب وضع طرفي العقد. كما أن أسواق المستقبلية تتمتع بالسيولة العالية، كذلك وجود غرفة مقاصة التي تقلل من المخاطر الائتمانية لطرفي التعاقد. وما يؤخذ على العقود المستقبلية هو:

- وجود متطلبات الهامش.

- محدودية ساعات التعامل في الأسواق النظامية هذا يجعل التعامل محددًا بأعضاء السوق فقط.

- أن بعض الأسواق تفرض حدودًا عليا أو دنيا لأسعار العقود المستقبلية وبالتالي قد تعاني هذه العقود من صعوبة التسجيل وتصبح غير ممكنة البيع في المدى القصير.

3- خصائص العقود المستقبلية:

- لعقود المستقبلية طرفين المشتري أو المستلم للأصول الذي يتخذ مركزا طويلا. والبائع أو المسلم للأصل هذا الذي يتخذ مركزا قصيرا.

- وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي، فالتعامل في سوق العقود المستقبلية هو على أساس التعاقد، الذي تختلف مكوناته باختلاف الأصل محل التعاقد. فبينما يمكن التعامل على كميات كسرية في الأسواق الحاضرة للأوراق المالية فإنه لا مجال للتعامل بعقود كسرية في السوق المستقبلية.

- إن عقود المستقبلية عقود معيارية، ويفترض منظمها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقا. والمالك الأصلي للسلعة أو الأداة يمكنه تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم.¹

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2003، ص 153.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- شروط التسليم: وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم، ودرجة جودة الأصل محل التعاقد، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل.

- تفرض أسواق العقود المستقبلية حدودا دنيا وقصوى للتغيرات السعرية اليومية ويتفاوت الحد الأدنى حسب الأصل محل التعاقد. ولا يجوز تجاوزها حتى لو اقتضى الأمر وقف التعامل مع العقد.

- هناك حد أقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بحوزة مستثمر واحد. ويختلف العدد المحدد باختلاف الأصل محل التعاقد.

- الهامش المبدئي: وهو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى بيت السمسرة ويهدف هذا الهامش إلى ضمان تنفيذ ذلك المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم. وتراعي بيوت السمسرة وكذلك البورصات عدم المغالاة في الهامش المبدئي حتى لا يمثل قيда على نشاط المستثمرين في أسواق العقود المستقبلية، وتختلف قيمة الهامش المبدئي من عقد لآخر وفقا لطبيعة السلعة أو الأصل محل التعاقد.¹

وتتراوح نسبة الهامش المبدئي ما بين 5%-15% من قيمة العقد كما وتقوم بإدارته غرفة المقاصة التي يتم التعاقد من خلالها، وأن الغرض من دفع الهامش هو إجراء المقاصة أو التسوية اليومية للعقود. هذا فضلا عن إمكانية تحديد هامش إضافي آخر يسمى هامش الصيانة تتراوح نسبته ما بين 75-80% من قيمة الهامش المبدئي. كما يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل عند تنفيذ العقد المستقبلي وفق تاريخ استحقاقه.

4- أركان العقود المستقبلية:

- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لاتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لاتمام عملية التبادل.

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية 2001-2002، ص

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- محل العقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد (بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات.. الخ)

- مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد مقابل دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني في التاريخ المحدد في المستقبل.

- بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.⁽¹⁾

5- أنواع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية:

يتم التعامل بهذه الأسواق من قبل الأعضاء فقط ولا يحق لأي متعامل غير عضو في السوق الدخول أو التعامل، وينقسم هؤلاء الأعضاء إلى فئتين هما:

- أعضاء سماسة: يعمل من خلال هؤلاء الأعضاء عدد كبير من الأفراد، بالرغم من ضآلة قيمة هذه العقود إلا أن عددها كبير.

- أعضاء محليين: يعمل هؤلاء الأعضاء لحسابهم ويتحقق العائد لهم من خلال الفرق بين أسعار البيع والشراء، فهم يسعون إلى شراء العقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى¹ ويمكن تقسيمهم إلى ثلاث فئات:

أ- تجار: تتخذ هذه الفئة مراكز (شراء أو بيع) لغرض تحقيق الأرباح وهذه المراكز نوعا ما طويلة.

ب- المضاربين: وهي تشكل حجم عمل كبير نسبيا وهي التي تزود السوق بالسيولة والحركة. فهذه الفئة تشبه الفئة السابقة، إلا أنهم يتخذون مراكز قصيرة جدا ولربما لدقائق وتكتفي بأرباح قليلة وهذه الفئة تغلق مراكزها يوميا قبل انتهاء العمل اليومي.

ج- المتحوظين: تمثل هذه الفئة كبار المستثمرين الذين يلجئون إلى أسواق لإجراء عمليات شراء أو بيع تحوطا لمراكز مالية متخذة سابقا.

¹ محمد صالح الحناوي، (2000): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 407

6- أنواع عقود المستقبلية:

تتعدد أنواع المستقبلية حسب نوع موضوع العقد أو الشيء المتعاقد عليه وهكذا نجد:

6-1- عقود المستقبلية المالية: فيها يتم التعامل على بيع أو شراء كمية محددة من الأوراق المالية.

6-2- عقود مستقبلية المحاصيل الزراعية: فيها يتم بيع أو شراء كمية محددة من المحاصيل الزراعية.

6-3- عقود مستقبلية المعادن الثمينة والمواد الخام: يتم التعاقد على بيع وشراء كمية محددة من المعدن النفيسة والمواد الخام.

6-4- عقود مستقبلية العملات الأجنبية: يتم التعاقد فيها على بيع أو شراء كمية محددة من العملة الأجنبية.

7- سمات العقود المستقبلية:

7-1- نمطية العقود المستقبلية: ويقصد بها تنميط شروط العقد الذي يفيد في توفير السيولة والكفاءة لسوق العقود كما يفيد في الحد من فرص الاختلاف في وجهات النظر، طالما أن شروط العقد متعارف عليها من كافة المتعاملين.

7-2- نظام الهامش والتسوية اليومية: هو نظام صارم لضمان نجاح سوق العقود المستقبلية، من خلال تأمين وفاء جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية بالتزاماتهم وذلك بتقديم ضمان نقدي معين يسمى الهامش، ويسري هذا الهامش على جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية سواء أطراف العقد أو السماسرة المتعاملين معهم.¹

رابعاً: عقود الخيارات

إن استخدام المنتجات الخيارية هو تقنية أخرى للتغطية ضد خطر المعدل وخطر السوق. والخيارات هي عقود تعطي الحق (وليس الإلزام) لحاملها لشراء أو بيع الأصل القاعدي بسعر تنفيذ معين خلال فترة معطاة أو تاريخ معطى. وبائع الخيار ملزم ببيع أو شراء الأصل القاعدي إذا قرر مشتري

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص 51.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

الخيار تنفيذ حقه في الشراء أو البيع. ونظير ذلك مشتري الخيار يدفع مبلغ معين غير قابل للرد للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة¹.

وتشمل عقود الخيارات الأسهم والعملات الأجنبية والسلع الزراعية والمعادن النفيسة ومعدلات الفائدة في المستقبل².

1- أركان عقد الخيار: ويتكون عقد الخيار من عدة أركان من بينها:

- مشتري الحق: هو الذي له حق الخيار (خيار البيع أو خيار الشراء)، وهو يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك مبلغ كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني وهو محرر العقد.

- محرر حق الخيار: هو الذي يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق، وعليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق ذلك.

- سعر التنفيذ: هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد، وهو السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد أو الإتفاقية عليه.

- السعر السوقي: هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

- تاريخ التنفيذ: هو تاريخ إبرام الاتفاق.

- تاريخ الانتهاء: وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ الحق، ففي حالة الخيار الأوروبي يكون التاريخ في آخر يوم متفق عليه أما في حالة الخيار الأمريكي يكون في أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد.

- المكافأة والعلاوة: هو المبلغ الذي يدفعه مشتري حق الخيار إلى محرر الحق مقابل أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق³.

2- أنواع عقود الخيارات:

¹ Frederics Mishkin, op cit, p 394.

² هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 95

³ محمد صالح الحناوي ، إبراهيم سلطان ، جلال العبد ، مرجع سبق ذكره ، ص 349.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية إذا كان التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ الاتفاق:

2-1- الخيارات الأمريكية والخيارات الأوروبية:

أ- عقد الخيار الأمريكي:

يمكن أن يعرف على أنه "الخيار الذي يعطي ممارسة الحق في أي وقت ولغاية التاريخ المحدد لانتهاء"¹ كما أن العنوان الجغرافي للخيار ليس له أي مدلول ذو قيمة، أي أن الخيار الأوروبي يتم تداوله في أمريكا والعكس صحيح.²

وإذا كان عقد الخيار نص بأنه قد أنشأ بموجب الأسلوب الأمريكي، فهذا يعني بأن مشتري حق الخيار له الخيار في ممارسة تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال الفترة التي تتقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه. وهذه الميزة لهذا الخيار تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق بموجب الخيار الأمريكي نسبة إلى الخيار الأوروبي، هذا يعني كذلك أن قيمة الخيارات الأمريكية أكبر من قيمة الخيارات الأوروبية، ففي الخيار الأمريكي هناك قيمة أخرى تضاف إلى القيمة الذاتية³ يُطلق عليها القيمة الزمنية. كما أن قيمة الخيار الأمريكي تعتمد على دراسة جميع احتمالات تحرك سعر السهم منذ إنشاء الخيار وحق تاريخ الاستحقاق هذا ما يجعل تسعير الخيار الأوروبي أكثر سهولة من تسعير الخيار الأمريكي .

ب- عقد الخيار الأوروبي:

وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي الفرق الوحيد أن الخيار الأوروبي يمكن تنفيذه فقط في تاريخ استحقاق الخيار (أو تاريخ التنفيذ) بمعنى أن حامل خيار الشراء لا يمكنه أن ينفذ الخيار إلا في تاريخ انتهاء أجل الخيار، ولا يعني هذا الخيار أنه مستعمل في أوروبا فقط فهو يمكن استعماله في أي بورصة مالية.

ومن جهة أخرى يمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- خيار الشراء:

¹ هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 96.

² أسعد حميد عبيد العلي ، (2005): استراتيجية الاستثمار في الخيارات المالية ، مركز يزيد للنشر ، الأردن ، ص 27

³ القيمة الذاتية أو القيمة الحقيقية أو العادلة هي الفرق الموجب بين سعر السهم السوقي وسعر التنفيذ.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

(call option) وتعد خيارات الشراء أكثر أنواع الخيارات شيوعا. ويعرف خيار الشراء على أنه عقد يعطي لحامله الحق في شراء موجود معين بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ أو سعر العقد، وذلك في اليوم الأخير للعقد (الخيار الأوروبي) أو قبل إنقضاء تاريخ محدد (الخيار الأمريكي) وعلى محرر الخيار تنفيذ رغبة مشتري خيار الشراء هذا الأخير الذي يكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق. وهذا الحق له سعر، حيث يدفع مشتري خيار الشراء إلى بائع ذلك الخيار مبلغا من المال يطلق عليه علاوة أو يسمى كذلك سعر الخيار (prix de l' option). وهذا المبلغ ثابت، ويتم تحديده في بداية التعاقد وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الخيارات.¹ ويعد خيار الشراء للمشتقات في الأوراق المالية اتفاقية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية .

وتجدر الإشارة إلى أن مشتري خيار الشراء يحقق أرباحا مهمة في حالة ارتفاع سعر السهم وخسارته تكون حدة فقط بسعر الخيار أو العلاوة ولكن يمكن أن يخسر كثيرا في حالة ارتفاع سعر السهم.²

ب- خيار البيع:

يعرف خيار البيع على أنه عقد يعطي لحامله الحق في شراء موجود معين بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ، وذلك في اليوم الأخير للعقد (الخيار الأوروبي) أو قبل انقضاء تاريخ محدد (الخيار الأمريكي) مثل خيار الشراء فإن رغبة مشتري خيار البيع هي التي تنفذ نظير مبلغ من المال يطلق عليه سعر أو علاوة الخيار يدفعه مشتري خيار البيع إلى بائع ذلك الخيار. واتفاق خيار البيع قابل للتداول في سوق الأوراق المالية. ونشير هنا كذلك إلى أن مشتري خيار البيع تكون خسارته محدودة بسعر الخيار في حالة ارتفاع السعر ويحقق ربح مهم في حالة انخفاض سعر ذلك الموجود. ومن جهة أخرى، بائع خيار البيع سيكون له ربح محدد بمبلغ سعر الخيار ولكن يتعرض لخسارة كبيرة في حالة انخفاض السعر.

ويبين الجدول التالي حقوق مشتري الخيار سواء كان خيار شراء أم خيار بيع ويبين كذلك التزامات بائع الخيار سواء كان خيار شراء أو خيار بيع. ويتخذ مشتري الخيار مركزا طويلا أما بائع الخيار فيتخذ مركزا قصيرا.

¹ Michelle de Morgues,(2000) : Macroéconomie Monétaire, Economica, paris, p 178

² Didier Vitrac,(2001) : Tout Savoir sur la Bourse, Gualino éditeur, Paris, p 278.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

الجدول رقم (01) : حقوق مشتري الخيار و التزامات بائع الخيار

خيار البيع	خيار الشراء	
الحق ببيع السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق.	الحق بشراء السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق	مشتري الخيار مركز طويل.
الالتزام بشراء السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق.	الالتزام ببيع السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق	بائع الخيار مركز قصير.

المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 95.

ونلاحظ أخيرا أنه في الحالتين سواء خيار البيع أو خيار الشراء، فإن مشتري الخيار يكون في مركز قوة لأنه هو الذي ينفذ أولا حقه. ولكن لا يكون في وضعية ربح إلا إذا كان سعر الورقة المالية شديد التقلب وإذا كان الارتفاع محدودا وأقل من مبلغ العلاوة، ففي هذه الحالة بائع الخيار يحقق ربحا في حالة خيار الشراء.

وإذا كان الانخفاض محدودا وأقل من العلاوة هنا كذلك بائع الخيار هو الذي يحقق ربحا في حالة خيار البيع.¹

ويمكن تصنيف الخيارات على أساس ملكية الأوراق المالية:

أ- **الخيار المغطى**: يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها، وهو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا.

ب- **الخيار الغير مغطى**: هو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا لكن في هذه الحالة لا يكون المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

3-3- أهداف التعامل بالخيارات:

أ- تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة.

¹ Michelle de Morgues, op cit , p 179 .

ب- التحوط من تقلبات السوق وبالتالي تستخدم الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق.

ج- الاستثمار بالخيارات: إن الاستثمار بالخيارات قد غير أو عدل من المبادلة الرئيسية بين العائد والمخاطرة. فالكثير من المستثمرين ينظرون إلى خيار الشراء كوسيلة بديلة عن الاستثمار بالأسهم دون تخصيص مبلغ رأسمالي كبير ودون تحمل مخاطر كبيرة.¹

خامسا: عقود المبادلات

1- مفهوم المبادلات وتاريخها:

Les swaps هي كلمة إنجليزية تعني المبادلات وهي أدوات مالية. وتسمى أيضا كعقود مبادلة. تسمح للأعوان الاقتصادية التغطية ضد خطر معدل الفائدة أو خطر الصرف.²

تدعى المبادلات أيضا بالمقايضة وتعرف أنها "التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر. بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد" أو هي "اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلات التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية (موجودات) يستفيد منها جميع أطراف العقد".³

وهذه المبادلات هي تقدم للدول، والمؤسسات الدولية (البنك الدولي، CEE، البنك الأوروبي للإستثمار...الخ)، للمؤسسات أو للبنوك مدخل إلى بعض أسواق رؤوس الأموال، كذلك إمكانية الاقتراض بأحسن الشروط أو إعادة هيكلة مديونيتهم .

ولم تكن بهذه الحالة سنة 1980، ومن الصعب أن نحصي هذه العمليات بسبب تنوعها. ولكن بالرجوع إلى المعطيات المجمعة من طرف (BIS) (bank for international settlements) و (ISDA) (international swaps and derivatives association). مبلغ رؤوس الأموال موضوع swaps انتقلت من 865.7 مليار دولار سنة 1987 إلى 20730.5 مليار دولار سنة 1996 (FMI ICM 1998) والمبادلات تنحدر من تجربة القروض الموازية.

¹ أسعد حميد عبيد العلي ، استراتيجية الاستثمار في الخيارات المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 28

² Jean-Pierre Allegret et Bernard Courbis , op cit, pp136-138.

³ (Aimé Scannavino,(1999) : les marchés financiers internationaux, Dunod, Paris, pp 53-54.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

والقروض الموازية طورت في سنوات 1970، أساسا ما بين مؤسسات أمريكية وإنجليزية وذلك لإحاطة القيود المتعلقة بالرقابة على الصرف في تمويل فروعهم في الخارج. وهذه العمليات مع ذلك يمكن أن تكون محدودة أو تمنع من خلال مثلا الرقابة على الصرف مثل هذا التقنين في سنوات 1970، والذي انتهى بخلق "اتفاق القروض الموازية".

ولكن هناك العديد من الصعوبات التي واجهت القروض الموازية، فكل مؤسسة عليها أن تبحث على شركة أخرى تهتم بهذا النظام للقروض الموازية، بالإضافة إلى أنه يمكن لأحد الفرعين أن لا تتم التزاماتها (خطر الطرف المقابل) بالإضافة إلى خطر الصرف، كذلك التفاوض حول المعدل المستعمل بالنسبة للقروض وأخيرا القروض تظهر في الميزانية. تسوية مالية أخرى تسمح بالتجنب الجزئي لهذه الصعوبات هي قروض back-to-back.

هناك نوعين أساسيين من المبادلات، مبادلة العملات ومبادلة أسعار الفائدة، هذا ما يفسح المجال لخمس صيغ كما يلي: بالنسبة لعملة واحدة، معدل ثابت مقابل معدل متغير، معدل متغير مقابل معدل متغير. وبالنسبة لعمليتين مختلفتين معدل ثابت مقابل معدل ثابت، معدل ثابت مقابل معدل متغير، معدل متغير مقابل معدل متغير. وفي مبادلة أسعار الفائدة فقط هناك تبادل الفوائد. ومدة حياة swap يمكن أن تصل إلى عشرات السنين. ومهما يكن نوعها عقود التبادل تعالج بالتراضي.

إذا تستعمل المبادلات أساسا للتحوط من المخاطر ولاسيما مخاطر تغير أسعار الفائدة ومعدلات صرف العملات الأجنبية.¹

2- أنواع المبادلات :

2-1- مبادلة أسعار الفائدة:

ظهرت مبادلة أسعار الفائدة سنة 1981 بسبب التقلبات الأكثر فأكثر أهمية لمعدلات الفائدة على مستوى الأسواق المالية. فمعدلات الفائدة ارتفعت على نحو ظاهر في بداية 1980، وهي تمثل اليوم أكثر

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، (2007): الهندسة المالية أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان الأردن، ص

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

أنواع المبادلات تطورا: مبلغ رأس المال موضوع مبادلة أسعار الفائدة يمثل 19171 مليار دولار في نهاية 1996 (FMI ICM 1998) .

مبادلة أسعار الفائدة هي أداة مهمة للتغطية ضد خطر المعدل ويمكن أن نفرق بين نوعين من مبادلة المعدل (swaps de taux) :

أ- مبادلة معدل ثابت-معدل عائم: في هذه الحالة هناك طرف يقترض (يقترض) بمعدل ثابت ويقترض (يقترض) بمعدل متغير .

ب- مبادلات معدل عائم- معدل عائم: أو basis swaps، هنا الطرف يقترض (يقترض) بمعدل متغيرو يقترض (يقترض) بمعدل متغير على أساس مرجع مختلف.

2-2- مبادلة العملات: les swaps de devises

وتتضمن عملية مبادلة بين عمليتين معينتين في شراء إحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري (spot price)، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) (forward price) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والاقتراض لكل من العمليتين.

وهناك تعريف آخر لمبادلة العملات: أنها "مبادلة تدفق نقدي بعملة معينة مقابل تدفق نقدي بعملة أخرى وبسعر تصريف محدد مسبقا" أو هي "اتفاق بين طرفين لشراء مبالغ محددة من العملات الأجنبية من بعضها البعض حسب الأسعار الآنية وبيع نفس المبالغ لكل منها في وقت محدد في المستقبل". ويتم تحديد سعر العملات عند إبرام العقد وبموجب هذه الأسعار يتم احتساب تدفق الأموال بينهما، وهو غالبا ما تكون (الأسعار الآنية).¹

مبادلة العملات يعطي المجال لما يلي:

- تبادل مبدئي لرأس المال عند بداية المبادلة (swap).

- تبادل الفوائد.

¹François Quittar et Pinon,(1998) : Marchés des capitaux et théorie financière , 2^{ème} édition, Economica , Paris , p 407.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- تبادل نهائي لرأس المال عند استحقاق. ¹ swap

وخلال سريان العقد، يدفع كل طرف للآخر فائدة العملات التي استلمها ولذلك نميز بين ثلاثة أشكال من مبادلة العملات (swap de devises):

أ- مبادلة العملات معدل ثابت- معدل ثابت:

في هذه الحالة طرف يقترض بمعدل ثابت بعملة ويقترض بمعدل ثابت بعملة أخرى.

ب- مبادلة العملات معدل ثابت-معدل عائم:

في هذه الحالة طرف يقترض بمعدل ثابت بعملة ويقترض بمعدل عائم بعملة أخرى. هذا النوع من مبادلة العملات هو الأكثر معالجة على مستوى الأسواق ولهذا السبب، نسمي بكل بساطة مبادلة العملات معدل ثابت- معدل عائم ب "مبادلة العملات".

ج- مبادلة العملات معدل عائم (متغير)- معدل عائم أو **basis swaps**

في هذه الحالة الطرف يقترض بمعدل عائم بعملة ويقترض بمعدل عائم بعملة أخرى.

وعندما تشير بعض التنبؤات إلى حدوث تقلبات في أسعار الصرف، عندها يمكن للمنشآت المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً الاستفادة من بعض المزايا التي توفرها عقود المبادلات، حيث تدخل هذه المنشآت في عقود مبادلات للعملات وذلك لشراء احتياجاتها من أسواق النقد من العملات التي تناسبها وأسعار للصرف الفورية ولتدخل في الوقت نفسه طرفاً في عقد بيع مستقبلي، وبذلك تنخفض المخاطر التي قد تحدث جراء التقلبات الحادة في أسعار صرف تلك العملة.

وفي الأخير نشير إلى أن هذه المبادلات بأنواعها تستعمل من قبل المتعاملين في الحالات التالية:

- توفير السيولة لعملة معينة مقابل وجود عملة ذات وفرة، حيث يتم أولاً شراء العملة ذات العجز

مقابل بيع عملة ذات الوفرة، حسب السوق الآني وثانياً يتم بيع العملة ذات العجز وشراء العملة ذات الوفرة في السوق الآجل، وهذه العملية تتم بنفس وقت العملية الأولى.

- استثمار المبالغ التي توجد بها وفرة.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 89.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- عمل موازنة وذلك إذا لاحظ المتعامل بأن السعر الآجل أقل كلفة من فرق الفائدة بين العملة التي يشتريها و العملة التي يبيعها في السوق الآجل.

- تماثل التدفق النقدي والاستحقاقات للموجودات والمطلوبات.

3-خصائص المبادلات:

- أنها عقود ملزمة للطرفين.
- أنها عقود غير نمطية، وإنما تفصل حسب رغبة الزبون.
- يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي المبادلة.
- أنها تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- أنها توفر إمكانية التغطية من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات لأغلب أنواعها.

خلاصة الفصل:

تناولنا من خلال هذا الفصل مختلف عقود المعاملات في الأسواق المالية من خلال عرض العمليات العاجلة، والتي تعرف أيضا بالأنية وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بحيث يسلم البائع فيها الأدوات ويسلم المشتري ثمنها حالا. ونجد كذلك المعاملات الآجلة وهي عمليات تعقد صفقاتها ويؤجل الدفع إلى أجل معلوم بيوم التصفية، ونجد أيضا عقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلات.

الفصل الرابع : عمليات البورصة

تمهيد:

إن عمليات البورصة تشكل الأساس الذي يقوم عليه تداول الأوراق المالية فعمليات البورصة نظم للتعامل و هذه النظم عبارة عن ترتيبات من أوامر العملاء التي يتلقاها الوسطاء و كيفية تنفيذ هذه الأوامر.

أولاً: عمليات البورصة:

تعتبر السرعة في تنفيذ أوامر الشراء والبيع في البورصة من المؤشرات التي تدل على حسن تسيير وتنظيم تلك المؤسسة. و بسبب ربط البورصات والأسواق المالية بشبكة اتصال عالمية جعلت من هذا العالم المالي الواسع قرية صغيرة . وعليه تتم في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة العديد من العمليات يقوم بها متدخلون وهيئات كثيرة ، وتتلخص عمليات البورصة فيما يلي :

1- العمليات العاجلة :

تتميز العمليات العاجلة في البورصة بأنها تتم فوراً ، حيث يتم دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة بمجرد إتمامها أو بعد فترة وجيزة جداً . ومن هنا يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح الصفقة ؛ كبيان نوع وصفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة ، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة بتنفيذ أوامره من خلاله . ففيما يتعلق بتحديد نوع الورقة موضوع الصفقة يجب أن يتم بكل دقة ، حيث يتعين تبيان ما إذا كان المقصود من الورقة المالية المطلوبة أو المعروضة هو أسهم عادية أم أسهم ممتازة أو سندات . ففي حالة كونها سندات يجب توضيح تاريخ الإصدار ومعدل الفائدة والحقوق المنبثقة عن هذا السند . أما فيما يتعلق بالكمية المطلوبة من الأوراق المالية فيشترط تبيانها بكل وضوح لأن ذلك من شأنه أن يؤثر على سعر هذه الأوراق في السوق . وبالرغم من أن أسعار الأوراق المالية تتحدد في السوق نتيجة العرض والطلب إلا أنه يشترط كذلك تبيان السعر المطلوب أو المقبول من قبل المتعامل . أما المتعاملين الذين يتدخلون في هذه السوق كبائعين فيشترط أن تكون هذه الأوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم لكي يسلمونها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في البورصة . ومن هنا

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

فإن صفقات البيع هذه تتم إما على أثر شراء سابق ، أو إذا كانت الأوراق المالية التي بحوزة المتعامل كبيرة ويرغب في التخفيف منها أو استبدالها بأوراق أخرى أكثر تفضيلاً لديه ، أو إذا احتاج إلى بعض المال ، أو رغبة منه في تحقيق ربح رأسمالي عند ارتفاع أسعارها .

2- العمليات الآجلة :

تتميز العمليات الآجلة في أن شروط عقد الصفقة تتحدد في نفس يوم التفاوض لكن تنفيذها ، أي تحرير الأوراق المالية وتسديد الثمن يؤجل إلى تاريخ لاحق يسمى أجل أو موعد التصفية . وعادة ما تجرى هذه التصفية مرة كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة ، حيث تسوى الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعاً وشراءً . ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية . ولما كان دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتم بعد فترة ، فإن أنظمة البورصة تضع مجموعة من الشروط على المتعاملين في السوق الآجلة قد تتمثل في تقديم مثلاً تأمين مالي حتى يتم إبرام الصفقة نهائياً بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين ، ويدعى هذا التأمين بالتغطية . أما نسبة ونوع التغطية فتختلف حسب نوع العمليات والصفقات المبرمة ، والتي ممكن أن تأخذ شكل نقدي أو تكون في صورة أوراق مالية .

تعتبر العمليات الآجلة أحسن مثال لعمليات المضاربة وذلك لأن الأوراق المالية يمكن الحصول عليها دائماً من البورصة ، كما أنه يمكن لكل طرف من الصفقة أن يتحلل من التزاماته في الدفع والتسليم عن طريق دفع الفارق ما بين السعر المتفق عليه والسعر حين حلول الأجل . وهكذا يضارب المشتري على ارتفاع الأسعار في حين يضارب البائع على هبوطها . فالمشتري يضارب على ارتفاع الأسعار ليبيع ما اشتراه بسعر أعلى ، أما البائع فإنه يضارب على هبوط الأسعار ليعيد الشراء بسعر أرخص¹.

ثانياً: أوامر البورصة

تعتبر أوامر البيع و الشراء في البورصة هي نقطة البدء في معاملاتها و بمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذي تختاره، يخطر فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، و يسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء و يسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع وهذه الأوامر بنوعها يطلق عليها أوامر البورصة.

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 109-110

1- مفهوم الأوامر

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، و تختلف أوامر الشراء و البيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، و لهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر و مدة صلاحية الأمر و تعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر تتضمن أوامر المستثمرين.

و إن الأوامر تشمل ما يلي:

1-1- حجم الطلب:

يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدتها المستثمر، و تأخذ صورة طلبية دائرية و تعني عادة مائة سهم او مضاعفته (200 سهم، 300 سهم،... إلخ) أو طلبية كسرية (صغيرة) و تعكس أمرا لشراء أو بيع أوراق مالية بعدد يقل عن المائة. أما الطلبيات التي يكون العدد فيها ضمن مضاعفات المائة و أجزاءه فهي مزيج، فمثلا طلبية شراء 353 سهما لشركة معينة يعني ثلاثة طلبيات غير كسرية و طلبية كسرية.

1-2- المدى الزمني:

تتضمن أوامر المستثمرين على المديات الزمنية التي تمنح للسماسة لتنفيذ الأمر، حيث أن المستثمرين يحددون الزمن المناسب للتنفيذ و حدوده و بما يتفق مع رؤيتهم الاستثمارية أو استشارة المحللين الماليين، لاسيما أن تغير المعلومات خلال الزمن يعد عنصرا حاسما لصواب القرار الاستثماري و يأخذ المدى الزمني في أوامر المستثمرين ما يأتي:

- أوامر ذات زمن محدد:

و هي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد، و يكون الزمن إما يوما أو أسبوعا أو شهرا، فمثلا أمر الشراء المحدد بيوم يظل ساريا حتى ما تبقى من يوم التعامل في البورصة، أو ما تبقى من يوم (غير المنظمة) و بالتالي فالسماسة يجب عليه التنفيذ و إلا عد لاغيا بعد ذلك أما الأمر لمدة أسبوع فينتهي

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

بنهاية أسبوع العمل الذي حدد فيه الأمر، فإذا حدد يوم الأربعاء في فرانكفورت (بورصة ألمانية) فإنه ينتهي في نهاية الأسبوع يوم الجمعة، أما إذا حدد في عمان فينتهي يوم الخميس.

- أوامر ذات زمن مفتوح:

و تدعى بالأمر المفتوح و كذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء، و هي طلبات لا حدود زمنية في تنفيذها، حيث تكون سارية حتى يلغها المستثمر، لذلك فإن بعض البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتدخلات و المشاكل خاصة التحسب لتأثير التغيير في المعلومات.¹

2- أنواع الأوامر:

تحدد أوامر البورصة شروط بيع أو شراء الأوراق المالية ، وكذا مسؤولية الوسيط حسب نوع الأمر المقدم له . ومن هنا فإن هذه الأوامر تختلف باختلاف هذه الشروط ، فهي قد تختلف باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا ، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر . وبصورة عامة يمكن تقسيم الأوامر إلى الأقسام التالية :

2-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر المحدد من طرف المستثمر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدم تنفيذها، ويوجد بديلان من الأوامر:

أ- أوامر السوق البيع و الشراء

و يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا، و بمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة و بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معين فان الصفقة عادة ما تفقد في دقائق معدودة، ومعنى ذلك أن أمر السوق يعني أن يترك العميل لسمساره حرية اختيار التنفيذ بأفضل سعر من وجهة نظره ، و غالبا يكون اقرب سعر أعلى سعر إقبال الورقة المالية.

من مزايا أوامر السوق هي السرعة و ضمان التنفيذ من عيوبه هي عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به، و لكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية لا تكون لتلك العيوب وزن كبير على أساس أن التغييرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.²

ب- الأوامر بالسعر المحدد:

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص ص 69-70
² متولي عبد القادر، (2009): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ص170.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

فيه يحدد العميل للوسيط السعر الذي يجب أن تشتري أو يبيع به و هو يتضمن الحد الأقصى فيما إذا كان سعر الشراء أو الحد الأدنى إذا كان سعر بيع، إن الأمر لا ينفذ في حالة الشراء إلا إذا كان السعر معادلا اقل من السعر المحدد، و في حالة البيع معادلا أو أكثر من السعر المحدد.

2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها، و قد تكون مدة الأمر يوما، أسبوعا، شهرا، و قد تكون مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه، و في هذه الحالة يجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده، وإلا يصبح باطلا ما لم يتفق على غير ذلك.

و يشمل هذا النوع على الأنواع التالية

أ- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر:

يستمر الأمر للمدة المحددة، أو تنفيذه أو إيقافه من طرف المستثمر، و يحدد الأمر المحدد بيوم أكثر الأوامر شيوعا إذ يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم، و غالبا ما يكون مبنيا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعينة، و تعتبر أوامر السوق بطبيعتها أوامر يومية نظرا لعدم تحديد سعر معين للتنفيذ، أما الأمر الأسبوعي فيظل ساري المفعول حتى إغلاق التعامل بالبورصة في نهاية الأسبوع، و أخيرا الأوامر الشهرية و التي تنتهي مع نهاية التعامل في آخر يوم للتعامل من الشهر الذي يتم فيه إصدار الأمر.

ب- الأوامر المفتوحة:

الأمر المفتوح في حدود سعر معين لا يحدد فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

2-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

و فيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة، قد تكون هذه الفترة يوما أو شهرا أو أكثر و هي بذلك تجمع بين أوامر الأسعار المحددة لسعر التنفيذ، و الأوامر المحددة لوقت التنفيذ.¹

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص، ص 72-73.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

2-4- الأوامر الخاصة: وتنقسم هذه الأوامر إلى الأنواع التالية :

أ- أوامر الإيقاف :

يحدد المستثمر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها. إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أقل منه. وعليه فإنه يصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء أمرا قابلا للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة المالية في البورصة بسعر يساوي أو أعلى من السعر الذي حدده المستثمر. كما يصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيع أمرا قابلا للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة بسعر يساوي أو أقل من السعر الذي حدده المصدر للأمر. عادة ما يستعمل هذا النوع من الأوامر في حالة التسجيل الثابت وليس المستمر. وبذلك ينتظر مصدر أمر الشراء ارتفاعا في سعر الورقة المالية محل الصفقة، بينما يتوقع البائع انخفاضا في السعر، ويحاول كل منهما الاحتماء من المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة تقلب الأسعار.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الأوامر ، سواء تعلق الأمر بعملية شراء أو عملية بيع ، يتحول إلى أوامر سوق بمجرد تجاوز سعر تنفيذها السعر المحدد من طرف المستثمر المصدر للأمر. أي إذا انخفض سعر التنفيذ أو ارتفع عن السعيرين المحددين أصبح الأمر من أوامر التنفيذ بسعر السوق.

ب- أوامر الإيقاف المحدودة:

يعتبر هذا النوع من الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف السابق شرحها. إذ تعالج وضعية عدم التأكد التي تمتاز بها أوامر الإيقاف فيما يخص سعر التنفيذ، حيث يترك مجال للوسيط للتصرف في ذلك. ففي حالة أوامر الإيقاف المحدودة يقوم المستثمر الأمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة ببيع الأوراق المالية التي بحوزته ويطلب من الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه. كما يقوم بتحديد السعر الأقصى لأوامر الشراء للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها على أن يتولى الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه (أي أقل منه).

ج- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يقصد بذلك أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسبا. وقد تكون حرية السمسار أو الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار نوع الورقة محل التعامل وكذا السعر الذي تتم به هذه الصفقة. وما إذا كانت هذه العملية هي عملية بيع أو شراء وكذلك توقيت

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تتم من خلاله هذه الصفقة. من مزايا هذا النوع من الأوامر أنه يوفر المرونة اللازمة لاقتناص الفرص في الوقت المناسب دون الرجوع إلى الأمر بالتنفيذ.¹

2-5- الأوامر المحددة لحجم الصفقة :

وتتعلق هذه الأوامر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها ، حيث يقوم المستثمر هنا بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه ، من نوع معين من الأوراق المالية ، ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة . وهناك عدة أشكال ممكن أن تأخذها هذه الأوامر منها :

أ- **الكل أو لا شيء** : يحتم هذا الشكل من الأوامر على الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية وإذا تعذر عليه ذلك يلغي الأمر نهائيا ، أي عدم تنفيذه جزئيا . وبالتالي ينبغي ، في هذه الحالة، على الوسيط البحث عن الطرف الآخر (البائع أو المشتري) الذي يبحث عن نفس العدد أو أكثر من نفس نوع الورقة المالية موضوع الصفقة .

ب- **عدد من الأوراق في كل حصة** : يستخدم هذا الشكل من الأوامر عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة ، من جهة ، مع العدد الكلي الذي يريد شراءه أو بيعه من الأوراق المالية ، ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة أخرى . وبذلك يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة . قد يرفق هذا الشكل بالشكل السابق لإرغام الوسيط على تبادل العدد المحدد في الدفعة كلية دون تجزئة أو غيرها من الشروط. من إيجابيات هذا النوع أنه يمنع حدوث إختلالات في التوازن ، خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشيطة .

ج- **عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص** : على عكس النوع السابق فإن هذا الشكل لا يحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة ، وإنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص . بمعنى آخر، يقوم المستثمر هنا بتعيين التاريخ الذي يجب على الوسيط أن يتم قبله تنفيذ الصفقة كلية دون تحديد عدد الأوراق لكل حصة، حيث يترك ذلك لتقدير الوسيط للظروف السائدة في البورصة.

تعتبر هذه الصيغة أكثر مرونة من سابقتها ، ويمكن أن ترفق بخصوصيات أخرى ، كأن يضاف لها شرط يقضي بأن لا يقل عدد الأوراق في الدفعة عن حد معين . كما تجدر الإشارة هنا إلى أن

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 114.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

الخصوصيات المتعلقة بعدد الأوراق الذي يرغب المستثمر في تداولها لها علاقة أيضا بمدة التنفيذ. إذ يمكن أن ينظر إلى أسلوب أو شكل " عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص " على أنه البرنامج الزمني لتنفيذ أمر ما على عدة دفعات وفقا لما يتماشى وإمكانات وتفضيلات المستثمر¹.

3- طرق تنفيذ أوامر البورصة:

يتفق المتعاملين في البورصة على أن أوامر البورصة تنفذ بإحدى الطريقتين:

3-1- الطريقة الأولى صفقات البورصة :

و هي الطريقة الغالبة عملا، و تتمثل في النداء باسم الصك، فإذا وجد النداء قبولا من سمسار آخر يصرح برغبته في التعاقد مع ذكر الثمن، و عندئذ تنفذ الصفقة. حيث يجب على العملاء عرض الأوامر بطريقة واضحة و علنية، سواء شفويا أم كتابيا على لوحة التداول، فإذا وجد السماسرة مجيبا لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة تدوين ذلك، و يترتب على التدوين حق التقدم في عقد صفقة متى تساوت كمية الصكوك المراد التعامل فيها، و كان السعر المعلن للشراء في البورصة يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه، أو كان سعر البيع المدون في اللوحة يساوي سعر الشراء المعلن أو يقل عنه فإذا لم يتلق الطلب أو العرض مجيبا إلى نهاية الجلسة، فإن الأسعار المدونة تعتبر أسعار إقفال بشرط أن يكون سعر العرض أقل، و سعر الطلب أزيد من سعر آخر عملية تمت.

3-2- الطريقة الثانية الصفقات التطبيقية

هذه الطريقة تفترض أن نفس السمسار يتلقى أمر عمليتين مختلفتين أحدهما بالبيع و الآخر بالشراء عدد معين من أوراق مالية معينة، و عندئذ يبرم السمسار الصفقة لحساب العمليتين.

ومثار الصعوبة أن الصفقات التطبيقية تحرم العملاء من العقلانية التي تكفلها الطريقة السابقة والتي يطمئن فيها إلى عدالة السعر و هو ما يتطلب إذا أريد تحقيق نفس الضمانات أن ينفذ السمسار أمر البيع و أمر الشراء في المقصورة كل بمعزل عن الآخر، بحيث يبيع السمسار تنفيذا لأمر بيع و يشتري من سمسار ثالث تنفيذا لأمر الشراء، و قد لوحظ في هذا السلوك من إفراط في الشكلية، و من ثم كان البديل هو إجراء عمليات تطبيقية بحيث يجري السمسار تنفيذ أوامر البيع و أوامر الشراء، بحيث يجري كل

¹ نفس المرجع، ص 115.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

التعاقد لحساب عميلين من عملائه، و حتى لا يكون في إجراء الصفقات على هذا النحو تفويت لفرصة الحصول على سعر أفضل في البورصة، فإنه يتعين اتباع متوسط أسعار اليوم، أو سعر أحدث عملية عقدت في المقصورة و ذلك متى كانت أوامر البيع و الشراء بأحسن ما يكون، فإذا كانت الأوامر بسعر محدد تعين انتظار عقد صفقة في المقصورة بالسعر المحدد ليتم التعاقد بمقتضاه.¹

4- تكاليف التنفيذ:

على الرغم من أن تكاليف الأوامر أو معظمها يتحدد بالتفاوض بين الوسيط أو شركة البورصة أو البنك من جهة والمستثمر من جهة أخرى ، إلا أن هناك عددا من التكاليف يبقى ثابتا ومحددا مسبقا . كما تختلف هذه التكاليف من بلد إلى آخر ومن وسيط إلى آخر . وبصورة عامة فإن تنفيذ الأوامر ينطوي على نوعين من التكاليف ؛ تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة .

4-1- التكاليف المباشرة: بالنسبة للتكاليف المباشرة فتشتمل على تكاليف المعاملات إلى جانب تكاليف مباشرة أخرى .

أ- تكاليف المعاملات :

هي عبارة عن تكاليف مباشرة تحسب انطلاقا من المبلغ الكلي للصفقة في شكل نسبة مئوية، كما أنه في بعض البلدان مثل الولايات المتحدة الأمريكية فإن عدد الأوراق المتبادلة وكذا سعر الورقة يدمجان في حساب تكاليف المعاملات. ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا تعادل تكاليف المعاملات حوالي 4% من قيمة الورقة . ومن أهم عناصر هذه التكلفة عمولة السمسرة ، الربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص أو التاجر) والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة والسعر الذي يبيعه بها Bid-Ask Spread والذي يطلق عليه الهامش أو المدى . كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضا الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع ، والضريبة ، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة عن كل صفقة يتم إبرامها.

ب- التكاليف المباشرة الأخرى :

لا تمثل تكاليف المعاملات سواء جزء من التكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر. فإلى جانب تلك التكاليف هناك المصاريف التي يدفعها المستثمر عن الأوامر الكسرية ، أي التي تحتوي على عدد من

¹ محمد الصيرفي (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر ، ص ص 126-127.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

الأوراق ليس من مضاعفات ال . 100 إذا كان التعامل في البورصة يتم على مجموعات من الأوراق تتكون من 100 ورقة أو مضاعفاتها وهو الأمر الغالب في معظم البورصات . وهناك كذلك الفوائد على الأموال التي تقترض بغرض الاستثمار ، وأيضا الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي .

أضف إلى ذلك الضرائب الشخصية على التوزيعات والفوائد وكذا الضرائب على الأرباح الرأسمالية. ذلك أن التفاوت بين معدلات الضريبة على التوزيعات وعلى الأرباح الرأسمالية قد يكون عاملا رئيسيا يدفع المستثمر لتوجيه أمواله إلى أسهم منشأة ما دون أخرى .

فعندما يكون معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من مثيله على التوزيعات - وهو ما تأخذ به التشريعات في معظم الدول - يجد كبار المستثمرين بغيتهم في أسهم المنشآت التي لا تجري توزيعات لأرباحها الصافية ، أو تجري توزيعات لجزء ضئيل فقط من تلك الأرباح . وذلك على أساس أن الأرباح غير الموزعة سوف تنعكس على القيمة السوقية للسهم في صورة أرباح رأسمالية تدفع عنها ضريبة بمعدلات أقل ، بل قد لا تدفع عنها ضرائب إذا ما قرر حاملها عدم التصرف فيها بالبيع .

4-2- التكاليف غير المباشرة:

إلى جانب التكاليف المباشرة هناك أيضا التكاليف غير المباشرة والتي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى. إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال. هذا وينبغي أن ينتبه المستثمر إلى أنه إذا كان هامش مجمل الربح المتوقع من صفقة ما صغير نسبيا، فإن هناك احتمال بأن تفوق التكاليف المباشرة وغير المباشرة قيمة هذا الهامش، وبالتالي عليه أن يحجم عن إبرام هذه الصفقة.¹

ثالثا: التسعير

يقصد بتسعير الورقة في سوق الأوراق المالية تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة بحيث يتم عند تداول أكبر عدد ممكن من الورقة عند بدأ التعامل على سهم معين، ويتم تكوين هذا السعر في لوحة الأسعار بالسوق ليمثل السعر الرسمي، و يسمى هذا السعر أيضا بسعر

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 116-117.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

البورصة، و الذي يعرف على أنه القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى جلسات البورصة و الذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعيرة.

1- مفهوم التسعير:

سعر البورصة هو القيمة التي يبلغها سند ما إحدى جلسات البورصة، و الذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعيرة. و يتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم المتداولة في البورصة، و ذلك عند بدأ التعامل اليومي بطرق عدة تتفق في جوهرها و مضمونها و لكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات.¹

2- مراحل التسعير:

يمر نظام التسعير في البورصة بعدة مراحل كالتالي:²

- **المرحلة الأولى:** يقوم الوسطاء بنقل و إدخال الأوامر في الحواسيب التابعة لنظام التداول الممكن التابع للبورصة و الموضوعة تحت التصرف ضمن إطار نظام التسعيرة دون أن يعني ذلك في أي حال من الأحوال إتمام و تنفيذ عمليات التداول.

- **المرحلة الثانية:** تتم الكترونياً مقابلة أوامر البيع و الشراء المسجلة بالنسبة لصك المالية على حدة، ويتم تحديد السعر في حال سمحت المقابلة بذلك

- **المرحلة الثالثة:** يسمح للوسطاء في حال حصول اختلال ما بين أوامر الشراء و البيع عند سعر التوازن، أن يدخلوا أوامر إضافية بسعر التوازن و بالاتجاه المعاكس للاختلال دون سواه بغية التخفيف من حجم هذا الاختلال.

- **المرحلة الرابعة:** يتم الإعلان بالنسبة لكل صك مالي عن عدد الصكوك المتبادلة في أسواق البورصة و عن السعر المحدد و عن شروط التداول.

¹ متولي عبد القادر، (2009) : الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ص 173.

² محمود يوسف ياسين، (2004) : البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ص 103.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- المرحلة الخامسة: تتم الكترونياً طباعة لائحة نهائية بالأوامر المنفذة، كما تتم طباعة لائحة بالصفقات المباشرة الجارية خارج البورصة و المقبولة، مع تحديد وضعيات التسديد و التسليم الخاصة بكل وسيط والتي تقوم البورصة بنقلها إلى الهيئة المعتمدة لانجاز عمليات التسديد و التسليم.

- المرحلة السادسة: يتم لدى البورصة إلغاء الأوامر الغير منفذة في جلسة التسعير من نظام التداول الممكن المتبع للبورصة.

- المرحلة السابعة: و هي الإعلان عن اختتام الجلسة.

3- أشكال التسعير:¹

3-1- التسعير بالمناداة:

و يتم ذلك بأن يجتمع مندوبو الوسطاء أو الوسطاء أنفسهم مع عروض البيع و طلبات الشراء، وذلك في كل صباح داخل منطقة فسيحة يقف وسطها سمسار أو دلال مختص و معه مكبر صوت يسهل له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الأسعار في اللوحة المعدة لكل سهم.

و بالوصول إلى سعر معين للورقة المالية، يقوم المسعر بتسجيل ذلك على سبورة معدة خصيصاً لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر لتغير العرض و الطلب و من ثم للورقة المالية هكذا.

و عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم و السندات النشيطة أي الأكثر تداولاً في البورصة، من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

3-2- تسعيرة بالصندوق:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع و طلبات الشراء في سوق البورصة كثيرة و متعددة فيعتمد الوسطاء في هذه الحالة إلى وضع عروضهم و طلباتهم في صندوق خاص و من ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض و الطلبات.

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص، ص 77-78.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

تتمثل هذه الطريقة في جمع و تركيز كافة أوامر البيع و الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات البورصة و ليس تحت تصرف وسيط مالي مختص و بعد تصفح تلك الأوامر يحدد على أساسها سعر التوازن، و يلجأ إليهما في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، هذه الفترات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة.

3-3- التسعير بالمحارصة:

فيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و طلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه و شراؤه من السندات و الأسهم و حدود الأسعار المعروضة و بذلك يتحدد سعر التوازن و يعتمد نجاح هذه الطريقة على فعالية شخصين: المسعر و هو موظف في البورصة و الخبير و هو المندوب أحد الوسطاء، و يعتمد المسعر في هذه الطريقة إلى تعبئة السجل حسب البطاقات الذين سجلوا طلباتهم في حدود معينة.

3-4- التسعيرة المستمرة:

تتم عمليات التداول في ظل التسعيرة المستمرة في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم إلقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، أي تتم معالجة مختلف الأوامر و العمليات باستعمال الإعلام الآلي الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر و في أي وقت الذي يسمح من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، كما يمكن من المتابعة السعيرية لتطورات السوق.

تحقق هذه الطريقة الشفافية الكمية إذ تسمح بإجراء مختلف العمليات غير أن تغيرات الأسعار وتوجهاتها في الجلسة الواحدة عادة ما يؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق الصغيرة، و لتقادي هذه الأشكال فإن تسعيرة الافتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق.

3-5- التسعيرة الرسمية:

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

يعتبر سعر البورصة عن القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة و الذي بعد انتهائها في جدول التسعيرة. و يعكس هذا السعر القيمة التي تلاقى عندها طلبات البيع و الشراء لورقة مالية معينة و تعرف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، و غاياتها إعلان الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة، هذه التسعيرة تحتوي على المعلومات التالية:

- عدد السندات و قيمة القرض المقبول في التسعيرة،
- عدد السندات و قيمة القرض الموضوع في التداول،
- بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت يذكر أيضا الفائدة و مقدار الضريبة و موعد استحقاق الفوائد،
- موعد السحب في حال وجوده،
- أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم،
- السعر السابق،
- أسهم الشركات الوطنية.

خلاصة الفصل:

عندما يتم الحديث عن عمليات البورصة فإننا نتحدث عن الأوامر والتسعير. حيث تعتبر أوامر البيع والشراء في السوق المالية هي نقطة البدء في معاملاتها. وبالنسبة للتسعير يقصد به في السوق المالية تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة. وهذا ما تناولناه بشكل مفصل في هذا الفصل.

الفصل الخامس : الأسواق المالية الإسلامية

تمهيد:

لما كانت للسوق المالية أهمية بالغة في عالم المال والاقتصاد قامت بعض الدول الإسلامية بإنشاء أسواق مالية بضوابط إسلامية تحكمها ووفقا للقواعد الشرعية تهذب أدواتها وعملياتها، وكانت نتيجة للاندماج بين التطور والحداثة الاقتصادية من جهة، وبين الشريعة الإسلامية من جهة أخرى، ظهور الأسواق المالية الإسلامية.

أولاً: مفهوم السوق المالية الإسلامية وخصائصها:

1- مفهوم السوق المالية الإسلامية:

أعطيت عدة تعاريف للسوق المالية الإسلامية أهمها :

- "هي سوق منظمة تتعقد في مكان معين و في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية و توجيهها نحو المشروعات المتاحة".¹

- "تعتبر فرصة مهمة جدا لكل مستثمر مسلم ، حيث يتمكن من تقليل خسائره ، ومخاطره وزيادة عائداته ، من خلال تنويع محفظته المالية ، واختبار الأدوات الأقوى و الأكثر نجاحا ومشروعية، كما يمثل محطة هامة لإعادة تقنية وضع الأموال الحلال ، وتمويل المشاريع البناءة و الناجحة ، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع".²

- كما عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنها: "السوق التي تتوفر فيه فرص الاستثمار و التمويل متوسطة وطويلة الأجل ، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيه تلتزم التزاما بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا و المقامرة و الغرر و ما شابه ذلك".³

2- خصائص السوق المالية الإسلامية

¹ أحمد محي الدين أحمد، (1995): أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دار البركة، إدارة التطوير و البحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، ص 24.

² أحمد السعد ، (2008): الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، الأردن، ص 19.

³ Securities commission of Malaysia , (2004) : Islamic capital market in Malaysia , p1 .

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

تمتاز السوق المالية الإسلامية بمميزات و خصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية ، ويمكن ذكر أهم هذه الخصائص فيما يلي :

2-1- خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية:

تعد هذه الخاصية من أهم ما يميز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالية الإسلامية وحتى تكون إسلامية، أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل: الربا، الغرر، القمار والميسر... الخ.

بالإضافة إلى أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية إلى حد كبير، وذلك بسبب المنبع الشرعي الكبير للكثير من المعاملات التي تعد مجالاً لعمليات المضاربة، وبسبب السياسة المالية التي تقرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، في حين تقرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك الطويل للأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار¹.

وتجدر الإشارة إلى أن السوق المالية الإسلامية لا تقيد فيها إلا الشركات التي لا تتعامل في المحرمات بيعة ولا شراء ولا بالفوائد أخداً و عطاءً، أي أنها سوق تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام، وذلك لأنه يخطر التعامل أو المساهمة في شركات تعمل في نشاط أو سلع محظورة شرعاً مثل: الخمر ، تجارة وصناعة لحوم الخنزير، الشركات التي تعمل في أنشطة الملاهي والنوادي الليلية، المصاريف و المؤسسات المالية ذات النشاط الربوي..... الخ.²

2-2- خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية:

تتميز المصارف و المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية عن غيرها من المصارف و المؤسسات بمزايا عديدة ومتنوعة، لعل أبرزها هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تعد أحد أركان المصارف والمؤسسات المالية و الاستثمارية الإسلامية، وضمان أمانها الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه.³

1 أحمد سفر، (2006): المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ص 151

2 محمد إبراهيم أبو شادي، (2000): الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، مصدر، ص 579.

3 عبد الحق حميش، (2007): تفعيل دور هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية و الإنسانية، المجلد 4، العدد 1، الإمارات العربية المتحدة، ص 108.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

وهيئة الرقابة الشرعية هي : جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين و الاقتصاديين المتخصصين ، يعهد إليها توجيه نشاطات المؤسسات المالية و الإسلامية و مراقبتها و الإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشرعية الإسلامية، حيث تكون فتاويها ملزمة لتلك الشركات .

2-3- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة و أحكام الشريعة الإسلامية:

تتيح السوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي و حتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية إسلامية تتضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق، ومن أهم هذه الأدوات الأسهم العادية و الصكوك الإسلامية. وتعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها: "صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا، وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو مشاريع متعددة، تشارك في الأرباح المتوقعة و الخسائر المحتملة، و تتميز بأجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول و الاسترداد".¹

2-4- الاهتمام بالسوقين الأولية و الثانوية بشكل متوازن

تضم السوق المالية الإسلامية ضمن مكوناتها الأساسية، سوقين مهمين : سوق أولي و سوق ثانوي، السوق الأولي هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية الإسلامية والمكتتب فيها، أي أنها سوق تباع و تشتري فيها أوراق مالية إسلامية جديدة تصدر لأول مرة، وهي إما أن تكون أوراق شركات حديثة التأسيس، أو أوراق شركات قائمة تود زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب.

أما السوق الثانوي، فهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها و تم الاكتتاب فيها، أي أن محلها استثمار قائم.

وما يلاحظ حول هذين السوقين أن هناك علاقة وثيقة تربط بينهما ، فلولا وجود السوق الأولية التي تباع فيها الأوراق المالية الإسلامية لأول مرة، لما كان هناك ما يتداول في السوق الثانوية ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية من تلبية احتياجاتها التمويلية، و في المقابل لولا الفوائد و المزايا التي توفرها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولية في تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، باعتبار أن

¹ أحمد محي الدين أحمد،(2003):حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية،مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية،البحرين،صص250-251.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

المستثمرين لن يقدموا على شراء الأوراق الجديدة، إلا اذا كانوا متأكدين من قدراتهم على بيعها في السوق الثانوية.¹

ثانيا: عمليات السوق المالية الإسلامية

يقصد بعمليات السوق المالية الإسلامية تلك الإجراءات و القواعد التي تتم بموجبها عقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية و التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية و هي:²

1- العمليات العاجلة

سبق وتم التطرق إلى طبيعة العمليات العاجلة في السوق المالية، و تبين أن شروط عقد البيع والشراء ينطبق عليها من إيجاب وشروط وقبول شروط العاقدين والمعقود عليه، لذا فهي جائزة من الناحية الشرعية إذا كانت الأوراق المالية المتداولة جائزة ببيعها كالأسهم دون السندات بفائدة لأنها لا يجوز التعامل بها.

وقد كان لمجمع الفقه الإسلامي المنعقد بمكة في الفترة 11-19 ربيع الأول 1404هـ رأيه الشرعي الواضح في العمليات العاجلة وجاء فيه:

- العقود العاجلة على السلع الحاضرة الموجودة في ملك البائع التي يجب فيها القبض ويشترط لها القبض في مجلس العقد شرعا ، أما إذا لم يكن المبيع ملك البائع فيجب أن تتوافر فيه شروط بيع السلم، ثم لا يجوز للمشتري بعد ذلك بيعه قبل قبضه.

- العقود العاجلة على أسهم الشركات و المؤسسات موضوع تعاملها محرم شرعا كشركات البنوك الربوية وشركات الخمور فحينئذ يحرم التعاقد في أسهمها بيعا وشراء.

2- العمليات الآجلة:

وينقسم بدورها إلى قسمين :

1-2- العمليات الآجلة الباتة:

¹ المرجع نفسه، ص 258.
² فريد مشري، صيرينة عتروس، (2016) : السوق المالية الإسلامية - المفهوم و الأدوات-تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص ص 95-96 .

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

وهي العمليات التي يكون التعاقد إلزاما للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المباعة التي تعهد بتسليمها، والمشتري يدفع الثمن المتفق عليه.

2-2- العمليات الآجلة الشرطية:

وفي هذه الصور لا يقع التعامل على الأوراق المالية وإنما تكون المعاملة فيها على حق بيع أو شراء هذه الأوراق وبذلك يكون المحل المتعاقد عليه هو الحق ذاته.

وما ينبغي توضيحه هو أن الجمهور يتفق على جواز هذه العمليات، إلا أن هذا لا يعني عدم وجود إشكاليات فقهية لابد من العمل على تفاديها من خلال البحث على تطوير العمليات الموجودة و المختلف على صحتها لجعلها صيغ أكثر قبولا.

ثالثا: الضوابط الشرعية لإقامة سوق مالية إسلامية

1- الضوابط الشرعية

فيما يلي أهم المبادئ والضوابط الشرعية العامة للعمل في السوق المالي الإسلامي:¹

1-1- الالتزام بالقيم الإسلامية في كل الأمور ومنها المعاملات في الأسواق المالية، دون تدخل في آلية السوق، ويمكن تلخيص هذه القيم في المجموعات الآتية:

- القيم الإيمانية: منها استشعار الخوف من الله و المحاسبة الأخروية.
- القيم الأخلاقية: منها الصدق، السماحة، الشفافية، الأمانة، تقديم البيانات الصحيحة في التعامل.
- القيم السلوكية: منها التعاون، التضامن، الاستقامة.

1-2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الربح، ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في الأسواق، لكن في السوق المالية الإسلامية لا توجد

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص، ص 88-89.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

مثل هذه المضاربات لأن العقود الإسلامية تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع وغيرها، بالإضافة إلى أن الإسلام قد حرم الاحتكار.

5-3- توحيد وترشيد الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية :

والتي يحتاج إليها الناس جميعا وفيها منافع لحفظ كليات الشريعة ، وتجنب توجيه الأموال نحو الإسراف والتبذير، وعدم إنفاق أي مال لا يقابله عائد مشروع، مما يضيفي إلى تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد.

5-4- تجنب مختلف المعاملات الربوية، سواء في مجال الديون، أو في مجال البيوع باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد و المنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، والأزمات الاقتصادية في السوق المالي بصفة خاصة، وهذا لا يعني حقيقة أن الشريعة الإسلامية بحظرها دفع أو تلقي فوائد ربوية ضمنا، أنها ترفض الحصول على أموال أو تشجع الارتداد إلى اقتصاد الاقتصار على الدفع نقدا أو المقايضة. فهي تشجع جميع الأطراف في معاملة مالية ما على تقاسم مخاطر وأرباح أو خسائر المشروع و المبرر هو ربط العائد في العقد الإسلامي، بإنتاجية المشروع ونوعيته، مما يضمن توزيعا أكثر إنصافا للثروة.

5-5- تحريم الربا:

يظهر الربا واضحا في سوق رأس المال التقليدي عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من البنوك، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي فإذا كان الهامش المطلوب للإقراض على الأوراق المالية 70% فإن البنوك التي تمويل شراء الأوراق المالية تقرر 30% من سعر الشراء والمشتري يدفع نقدا 70% من هذا السعر، والمستثمر هذا يتوقع أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي اشتراها محققا من وراء ذلك ربحا، وإن لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة.

5-6- تحريم النجس :

يظهر النجس في السوق رأس المال التقليدي عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في العرض والطلب على الأوراق المالية في السوق واستغلال الظواهر

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

النفسية لجماهير المتعاملين في السوق، الذين يتحركون بغريزة الخوف لا بدافع العقول و الشريعة الإسلامية ترفض هذا الخداع.

5-7- تحريم الاحتكار :

فالاحتكار في سوق رأس المال يظهر بما يسمى عمليات الإدراج والتي يسعى عن طريقها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين في السوق تعاملًا آجلًا للوفاء بالتزاماتهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار وجعله محرماً.

5-8- تحريم الغرر:

الغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة وخداع، والتي لا يوثق في الوجود أو الحصول أو الأجل وتؤدي إلى الغبن، فقد يكون البيع محتمل الحصول وعدمه، وفي بعض الصور غير محدد في نوعه ومقداره، وفي بعضها مجهول الحالة والصفة جرياً وراء ربح يزيد عن الحد مقابل خسارة تفوق المعتاد تتوقف على تحديد النتيجة، وقد حرمته الشريعة أيضاً، ويظهر الغرر في سوق رأس المال في العمليات التي تتم دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل ، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يتسلم ما باعه ولا المشتري يتسلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية، ولا يدفع في مجلس العقد.

رابعاً: أدوات السوق المالية الإسلامية

1- الأدوات المالية التقليدية:

1-1- الأسهم:

• الأسهم العادية: أجاز الفقهاء المعاصرين الأسهم بشرط:¹

- يجب أن لا تتعامل الشركة بالمحرمات لكي يحل حمل أسهمها وتداولها، فلا يحل حمل أسهم الشركات التي تتعامل بالخمور والقمار، وكذلك الشركات التي تتعامل بالربا أخذاً وعطاءً.

نفس المرجع، ص 1.91

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- إن بيع وشراء الأسهم من الأمور التي ينص عليها نظام الشركة وعقد تأسيسها، فمعرفة المساهمين بهذا إقرار منهم به، وهو بلا شك إقرار تبيحه الشريعة الإسلامية وتؤديه القواعد و النصوص الفقهية الواردة بهذا الشأن.

- انتقاء الجهالة و الغرر المفسدان للمعاملة في الأسهم المتداولة، وذلك لمعلومية موقف الشركة ومركزها المالي.

- أن لا يقع في تداول الأسهم بيع مشروع، مثل بيع ما ليس عندك، بيع الغرر، بيع السهم بدون حيازته فعلا.....الخ.

- لا يحمل موضوع التعامل بهذا النوع من الأسهم أي ضمانات، فيما يخص قيمته السوقية عند حد معين أو التعويض في حالة خسارة الشركة، فكل ذلك يدخل في إطار الربا المحرم.

ب- الأسهم الممتازة:

لا يجيز الفقهاء الأسهم الممتازة التي فيها ضمان لقيمتها عند الاسترداد وأيضا فيها ضمان لأرباحها، وكذلك الصادرة عن شركات تعمل في مجال المحرمات. وتأسيسا لذلك ينصب التطوير على إزالة هذه الضمانات وبذلك يكون الضمان على المسائل الإدارية و الإجرائية فقط، كذلك تحول نشاطات هذه الشركات التي تعمل في مجال المحرمات إلى شركات تعمل في مجال الحلال الطيب.¹

1-2- السندات:

بناء على خصائص السند وتكييفه الفقهي على أنه قرض بفائدة على الشركة المصدرة، وحيث أن ذلك يدخل ضمن الربا الحرام، فهي محرمة شرعا من حيث الإصدار و التداول أو الشراء وهذا ما أجمع عليه الفقهاء في ندوة حول الأسواق المالية عقدت في الرباط بالمغرب في ربيع الثاني 1410هـ-أكتوبر 1990م، مهما اختلفت في أشكالها وتسمياتها و الجهة المصدرة لها.

ومن الممكن تطوير السندات لتتفق مع الضوابط الشرعية بطرق مختلفة منها:²

حسين شحانة، عطية فياض، (2001): الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، مصر، ص 1.68
المرجع نفسه، ص 2.69

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- إلغاء الفائدة الثابتة وتحويلها إلى صكوك استثمارية مشاركة في الربح و الخسارة و تخضع إلى قاعدة الغنم بالغرم.

- إلغاء شرط ضمان رد قيمة السند و فائدته حتى يصبح مثل السهم العادي سواء بسواء .

- تحويل السندات إلى أسهم عادية.

2- الأدوات المالية المستحدثة:

2-1- صكوك المضاربة:

" هي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإعادة العمل على أساس المضاربة". فيتمثل عامل المضاربة في المستثمر ويتمثل مالكو الصكوك في أصحاب رأس المال، المصدر لهذه الصكوك هو المضارب و المكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس المال المضاربة ، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصص المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

2-2- صكوك المشاركة:

تعتمد هذه الصكوك بصفة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعا، وهي مشابهة كثيرا لصكوك المقارضة أو المضاربة، ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أنه في صكوك المضاربة أن المال كله من طرف أو مجموعة أطراف بينما صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك للمستثمرين تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في الشركة المساهمة العامة.

ويمكن إصدار صكوك المشاركة في عدة صور منها:

➤ صكوك المشاركة في مشروع معين و الإدارة لمصدرها ، أو الإدارة لجهة أخرى بنسبة الأرباح(سندات المشاركة الدائمة).

➤ صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة، ولها عدة صور: صكوك المشاركة المستردة بالتدريج و المستردة خلال زمن محدود و المنتهية بالتملك.

2-3- صكوك الاستثمار الشرعية:

تعتبر صكوك الاستثمار الشرعية بديلا للسندات المحرمة التي تمثل التزاما برد المبلغ مع الفائدة مضافة إليه باعتبارها قروض ربوية، وتعرف صكوك الاستثمار الشرعية بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ،وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من اجله.

2-4- صكوك الإجارة:

تعرف على أنها " عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري"، والغرض منها تحويل الأعيان و المنافع و الخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول".

وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول، وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية، كما تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، وهي أشهر أنواع الصكوك انتشارا.

2-5- سندات الاستصناع:

الاستصناع أحد أدوات الاستثمار الناجحة القصيرة الأول، يعرف بأنه "عقد يشتري به شيء مما يصنع صنعا ، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف معينة، وبثمن محدد يدفع عند التعاقد أو بعد التسليم أو عند أجل محدد". وقد انتشر انتشارا واسعا في العصر الحديث، فلم يقتصر على الصناعة البسيطة العادية، بل أستفيد منه في تقديم صناعات متطورة حديثة كصناعة الطائرات والبواخر و القطارات وغيرها، وأصبح أداة مهمة في تشييد المباني و الجامعات و المستشفيات وغيرها، مما يمكن ضبطه بالمقاييس والمواصفات المتنوعة. ويغطي عقد الاستصناع نشاط المقاولات، وقد استطاعت البنوك الإسلامية اعتماد الاستصناع كأداة استثمار ومجالا لتمويل الحاجات العامة و المصالح الحيوية و النهوض بأنشطة الاقتصاد الإسلامي.

2-6- صكوك المرابحة:

" هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك "

والهدف من إصدار صكوك المرابحة هو تمويل عقد بيع بضاعة مرابحة كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسات المالية حصيلة الصكوك لتملك بضاعة المرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة.¹

المصدر لصكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكاتبون فيه هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مرابحة، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها، يجب أن تكون بضاعة المرابحة في ملك وحيازة مدير الإصدار بصفته وكيلًا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحة، يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة ودفق مصروفاتها نقداً وثمرتها للبيوع للمشتري مرابحة على أقساط مؤجلة.

2-7- سندات السلم:

وهي التي تخصص أموالها كرأس مال لعمليات السلم، ويشترط فيها أن لا يكون المسلم فيه مواد استهلاكية، وإذا اضطر حامل السند أن يبيعه إلى الدولة فيجب أن لا يكون ذلك بسعر أعلى.

وهي أداة مالية بديلة لسندات الخزينة التي لا تتجاوز عادة مدة 90 يوماً، والتي تصدرها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو تغطية عجز مؤقت في موازنتها . وكانت البحرين السباقة دائماً، فقد أصدرت مؤسسة نقد البحرين أدونات إسلامية خاصة بالسلم وقد عرضت على البنوك التجارية والمؤسسات المالية بشكل عام.

2-8- صكوك المزارعة:

تحمل هذه الصكوك قيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعة بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد.

¹ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص، ص 93-94.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض أو مالك منافعها، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة وحصيلة الاكتتاب في تكاليف الزراعة.¹

خلاصة الفصل:

تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة مهمة جدا لكل مستثمر مسلم، حيث تمثل السوق المالية الإسلامية محطة مهمة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي.

¹ المرجع نفسه، ص 95.

خاتمة

خاتمة

من خلال هذه المطبوعة الجامعية التي تضمنت مجموعة من المحاضرات حول الأسواق المالية توصلنا إلى أن السوق المالية تعتبر أوعية ادخارية تعمل على تجميع الأموال و توظيفها بوسائل محددة ومأمونة في شكل استثمارات سائلة في السوق المالية، خاصة و أن المستثمرون يرغبون دائما في توظيف أموالهم أو توظيف مدخراتهم بشكل لا يعرضها للمخاطر التي تنجم عن امتلاك الأصول العينية، و بشرط تمكن أصحابها من تحويل هذه الاستثمارات القصيرة، المتوسطة و الطويلة الأجل في مال حاضر في أي وقت، و يتم ذلك من خلال الاستثمارات في مختلف الأوراق المالية، و ذلك من أجل تحقيق سيولة للأموال التي تتضمنها هذه الأوراق فالأوراق المالية لا تمثل ثروة في حد ذاتها و إنما تمثل حقوق على المدخرين أو المؤسسات التي تقوم بتجميع المدخرات بقدر استثمارها.

كما توصلنا إلى أن الأسواق المالية عامة و الإسلامية خاصة تؤدي دورا مهما للتعامل بالأدوات الإسلامية، فهي تمثل نقطة اتصال بين أصحاب العجز و أصحاب الفائض من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات.

أما من جهة الأسواق الإسلامية فهي تحتاج إلى أدوات استثمارية ووسائل كآليات لتفعيل السوق، يكون أصل التعامل فيها منبثقا عن الشريعة الإسلامية و خاضعا لضوابطها، حتى يتميز هذا السوق بمبادئه ويكون قائما على مقومات الشريعة الإسلامية.

المراجع

أولاً: باللغة العربية

أ- الكتب

- 1- أحمد السعد ، (2008): الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، الأردن.
- 2- أحمد سفر،(2006):المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب ،لبنان.
- 3- أسعد حميد عبيد العلي ،(2005): استراتيجية الاستثمار في الخيارات المالية ، مركز يزيد للنشر ، الأردن .
- 4- حسين شحانة، عطية فياض ،(2001): الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية ،مكتبة التقوى، مصر.
- 5- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة،(2013): الأسواق المالية، بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 6- دريد كامل آل شيب، (2012): الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.
- 7- زكريا سلامة عيسى شطناوي، (2008): الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع: الأردن.
- 8- سعد عبد الحميد مطاوع،(2001): الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، مصر.
- 9- سمير عبد الحميد رضوان ، (2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر.
- 10- شعبان محمد إسلام البرواري(2002): "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، الطبعة الأولى، دار الفكر، سور.

مطبوعة في مقياس: الأسواق المالية

- 11- صلاح الدين حسن السيسي، (2003): "بورصات الأوراق المالية" ، عالم الكتب، مصر.
- 12- عباس كاظم الداعي، (2009): السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 13- عصام حسين، (2007): أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 14- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2001): الأسواق المالية والنقدية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر ص ص 255-256.
- 15- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2006): الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- 16- عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
- 17- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، (2005): "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، كنوز اشبيليا، السعودية.
- 18- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، (2005): أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- 19- متولي عبد القادر، (2009): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن.
- 20- محفوظ جبار، (2000): سلسلة التعريف بالبورصة وموقعها من أسواق العمليات المالي، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر.
- 21- محمد الصيرفي، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر.
- 22- محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية، دار زمزم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 23- محمد ابراهيم الشبلي، طارق إبراهيم الشبلي، (2000): مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، ص 32.
- 24- محمد إبراهيم أبو شادي، (2000): الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، مصدر.
- 25- محمد صالح الحناوي، (2000): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية .

- 26- محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان ، جلال العبد ،(2001-2002) : تحليل و تقييم الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية.
- 27- محمد عدنان بن الضيف،(2013): مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن.
- 28- محمود يوسف ياسين،(2004) : البورصو، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان.
- 29- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، (1993): "الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية" ، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر.
- 30- مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، (2017): أسواق مالية ومصرفية، دار الإعصار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 31- مروان عطون ،(1993): الأسواق النقدية والمالية- البوصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال-،ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج16.
- 32- منير إبراهيم هندي ،(2002): "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" منشأة المعارف، مصر.
- 33- وليد محمد علي كرسون، (2012): أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية - دراسة مقارنة-، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية.
- 34- هاشم فوزي دباس العبادي، (2007) :الهندسة المالية أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، مؤسسة الوراق، عمان الأردن .
- 35- هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان 2003.

ب- المقالات العلمية

- 1- أحمد بوراس، (جوان 2002): العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17، منشورات جامعة قسنطينة، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة.
- 2- حدة رايس، (2006): دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

3- فريد مشري، صبرينة عتروس، (2016) : السوق المالية الإسلامية -المفهوم و الأدوات-تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر .

4- عبد الحق حميش،(2007): تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية،مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية و الإنسانية،المجلد 4،العدد1، الإمارات العربية المتحدة.

ج- الملتقيات العلمية:

1- أحمد محي الدين أحمد،(2003): حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية،مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية،البحرين.

د- المطبوعات الجامعية

1- نور الهدى دحماني، (2019-2020)، مطبوعة في مقياس التأهيل الجامعي، جامعة الشاذلي بن جديد ، الطارف.

2- محمد مداحي، مطبوعة في مقياس المؤسسة والأسواق المالية.

و- مواقع الانترنت

1- أحمد بوراس، (2005-2006): دروس في مقياس الأسواق المالية، على الموقع: <http://elibrary.mediun.my-books-MAL00082> ، تاريخ الإطلاع: 2021/03/10.

ثانيا: باللغة الأجنبية

- 1- Aimé Scannavino,(1999) : les marchés financiers internationaux, Dunod, Paris.
- 2- Amour ben Halima, (1997) : Pratique des techniques bancaire: Référence a l'Algérie, Ed dahleb, Alger
- 3- AMMOUR BEN HALIMA,(1997) MONNAIET REGULATION MONETAIRE, AVEC REFERENCE A L'ALGERIE ,1ed, ALGER, ed DAHLAB.
- 4- Bernard laget, (1990) : " Les nouveaux outils financiers", Top édition, France, p : 18.
- 5- Christian et Mireille ZAMBOTO, (1997) : Gestion financière : finance de marché. Edition Bunod, Paris.
- 6- Didier Vitrac,(2001) : Tout Savoir sur la Bourse, Gualino éditeur, Paris.

7- François Quittar et Pinon,(1998) : Marchés des capitaux et théorie financière , 2^{ème} édition, Economica , Paris.

8- Jean Bateau, Jacuelin Delehay , (2001) : Gestion financière, Dunod ,paris,10^{ème}édition.

9- Michelle de Morgues,(2000) : Macroéconomie Monétaire, Economica, paris.

10- Securities commission of Malaysia ,(2004) : Islamic capital market in Malaysia

11- S.Frédéric Miskin , (1995) : Markets, institution and Money , Harper Collins publisher, New York.