

المحاضرة رقم (07): مؤشرات أسعار الأسهم 1

إن التطور الإقتصادي الهائل الذي شهده هذا القرن نتيجة التقدم التقني في مجالات النقل والإعلام والعلوم التطبيقية أدى بنا ظهور إختناق في سير وتدفق مختلف المعلومات مما أنتج تفاوت في عمليات إتخاذ القرار و العدم القدرة على تحليل هذه المعلومات و الحكم على أهميتها و بالتالي ضياع جزء من المعلومات الأساسية والضرورية .

إن كل هذا التعقيد يؤثر على عملية هامة و هي عملية التنبؤ التي أصبحت في عصرنا هذا خطوة لازمة في أي مخطط أو خطة إستراتيجية كانت أم تسييرية . ومن عواقب فشل عمليات التنبؤ الأزمات المالية العالمية في 1929 و كذا الأزمات الاقتصادية المختلفة التي أصبحت تمس حتى البلدان ذات الإقتصاديات الراقية و المتطورة .

و في هذا النطاق قد إهتدى الإقتصاديون اللجوء إلى قيم تمثيلية ، تمكنهم من حصر التطورات والتقلبات الهامة الحاصلة على الصعيد الإقتصادي والمالي وكذا التنبؤ بأكثر نجاعة بالأزمات القادمة عن طرق دمج المعطيات غير المالية أو الإقتصادية و المؤثرة على مختلف الأسواق العالمية، مستعملين ما يسمى بالمؤشرات.

أ- مفهوم المؤشر:

يمكن تعريف المؤشر بأنه قيمة رقمية تقيس التغيرات التي تحدث في سوق المال، و يتم تكوين المؤشر و تحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمته بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، و بالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق و اتجاهها.

و يمكن تعريفه على أنه يعبر عن متوسط يعكس تطور أسعار الأسهم التي يضمها المؤشر سواء بالزيادة أو النقصان، و يفيد المؤشر في التعرف السريع على ما يجري في سوق الأسهم. و يقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول أسهمها في أسواق رأس المال المنظمة أو الغير منظمة أو كلاهما معا.

و هناك عدد كبير من المؤشرات التي تختلف فيما بينها في طريقة حسابها و عدد الشركات التي تضمها، إلا أن القاسم المشترك بينها جميعا هو قيامها بجمع عدد كبير من الأسهم لاستخراج معدل عام يعبر عنه بالرقم القياسي، و يعبر على المؤشر الجيد الذي يبتعد عن التحيز، لذلك يشترط فيه أن يمثل المجتمع ككل.

ب-مزايا وجود مؤشرات:

1. يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من شركات في كل القطاعات المختلفة في الاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل الأداء الإقتصادي إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الفروق الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، و بذلك تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
2. تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه، حيث تمكن المراقبين في السوق من تحديد مشاكله و التي تؤدي إلى انحراف الأسعار، و تصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
3. تحديد اتجاهات التعامل، بحيث أنه يعمل كممثل إجمالي في تغيرات أسعار كافة الأسهم التي يتكون منها المؤشر، و كذلك يقيس اتجاه السعر. و يتم تحديث مؤشرات سوق الأسهم بشكل متكرر خلال كل يوم من التعامل لكي يمكن من رؤية حركة أسعار السوق بسرعة، بما يسمح من اتخاذ قرارات التعامل أي البيع و الشراء أو الاحتفاظ بشكل سريع.
4. يُمكن المستثمر من مقارنة أداء مؤشر سوق المال، مما يؤدي بذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية، خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الناشئة.

ج-وظائف مؤشرات السوق:

1. تزويد رجال الأعمال بمعلومات حول تكلفة الحصول على الأموال الجديدة لهم، و هو عامل مهم في تقرير الدخول إلى استثمارات جديدة بالنسبة لهم.
2. إن أسواق رأس المال تتيح إمكانية تجميع حجم كبير من المدخرات و توظيفها في إنشاء مشاريع كبيرة ذات قدرة على المنافسة و الإنتاج الكبير.
3. تتيح إمكانية تنقل الأموال بين المستثمرين الأكثر قدرة و كفاءة حسب أقل التكاليف.
4. إن مستوى أسعار أسهم الشركات المقترضة و طبيعة التحركات السعرية لهذه الأسهم يعطي الجهات المقرضة معلومات هامة حول الأوضاع المالية الراهنة و المستقبلية للشركات المقترضة، و بالتالي فإن أسواق رأس المال تتيح إمكانية توفير تمويلات طويلة الأجل من قبل الأفراد.

د- خصائص بناء المؤشرات:

يوجد اختلاف في إعداد المؤشرات، و المؤشر الجيد هو الذي يبتعد عن التحيز، لذلك يشترط فيه أن يمثل المجتمع ككل، و نظرا لعدم تجانس وحدات هذا المجتمع، يشترط توافر مجموعة من الخصائص عند تصنيف هذا المؤشر:

- حجم العينة.

- الترجيح.

1. **حجم العينة:** تعتبر العينة جزء من المجتمع موضوع الدراسة، و عليه يجب أن تكون بالفعل ممثلة لهذا المجتمع، و كلما كان حجم العينة كبيرا، كلما أعطى ذلك بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي تمثله. و المقصود هنا بالعينة هو مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، كما يشترط أيضا في العينة أن تعبر عن مختلف فئات المجتمع بمعنى أن لا تقتصر فقط على أسهم الشركات الكبيرة أو الشركات التي تنتمي كلها إلى قطاع الصناعة، بل يجب أن تعبر عن المجتمع الذي سحبت منه.

2. **الترجيح:** بمعنى أن يعطى وزنا ترجيحيا لكل عنصر يدخل في العينة، أي أن يتم ترجيح الورقة المالية في المؤشر كنسبة معينة بالمقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة، و ذلك على اعتبار أن الترجيح بالقيمة السوقية يعكس الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق.

و على العموم توجد ثلاث مداخل شائعة الاستعمال لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، و هي:

أ- مدخل الوزن على أساس السعر.

ب-مدخل الأوزان المتساوية.

ج-مدخل الأوزان حسب القيمة.

3. **وحدة القياس:** حتى تسهل عملية فهم المؤشر و الإجابة على التساؤلات المثارة.

هـ- مؤشرات أسواق المال:

1. **الاستخدامات الأساسية للمؤشرات:**

إن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة، كما تستخدم لخدمة المستثمرين و المتعاملين في أسواق المال، و من أهم هذه الاستخدامات:

أ- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: نعلم أن حركة الأسعار لمختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الإتجاه، معناه وجود علاقة بين تغير سعر السهم و التغير الذي يطرأ في مؤشرات الأسعار، مما يكون فكرة سريعة لدى المستثمر عن التغير في العائد المتولد عن محفظة أوراقه المالية، و إذا كانت استثماراته كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، فما عليه إلا متابعة ذلك المؤشر دون الحاجة إلى متابعة كل ورقة مالية على حدى.

ب- الحكم على أداء المديرين المحترفين: إن المحترف هو الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع، حيث يجب عليه تحقيق عائد أعلى من متوسط عائد السوق، و لذلك يستخدم عادة أحد المؤشرات الذي يعكس السوق و مقارنته بالعائد الفعلي المحقق، بالإضافة إلى المخاطر التي قد تتعرض لها هذه المحفظة مقارنة بمحافظ السوق.

ج- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: و ذلك سيساعد على اتخاذ القرار في الوقت المناسب، كما أن التحديد التاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات.

د- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن قياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية بواسطة المؤشرات، و ذلك بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة و بين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب بأحد المؤشرات و التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

المحاضرة رقم (08): مؤشرات أسعار الأسهم 2

2. كيفية بناء المؤشرات:

توجد مؤشرات عديدة، و رغم التفاوت بينها في كيفية بنائها، إلا أنها تجتمع في الأسس التالية:
عينة ملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة داخل العينة، و طريقة واضحة لحساب المؤشر.
أ- ملائمة العينة: و هي مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، و لابد أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب: الحجم، الاتساع، المصدر.
و على الرغم من أن بعض المؤشرات قائمة على كافة الأسهم المتداولة في تلك السوق، فإن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة لا تقل كفاءة، و قد أثبت الواقع قدرتها على الحكم على حالة السوق.

ب- الأوزان النسبية لمفردات العينة: و تقصد بها القيمة النسبية للسهم داخل العينة، و توجد ثلاث طرق لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة أسهم:
1° الوزن على أساس السعر: بما أنه يوجد سهم واحد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر، فإن وزن كل سهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر:

مثال:

الأسهم	س1	س2	س3	س4
أ	50	80	0,5	0,8
ب	40	50	0,4	0,5
ج	10	20	0,1	0,2
القيمة المطلقة للمؤشر	100	150	/	/

حيث:

س1: يمثل سعر السهم في السنة الأولى، س2: سعر السهم في السنة الثانية.
و1: تمثل وزن السهم مقارنة بالسعر س1، و2: الأوزان بالنسبة للسعر الأولي (100).

$$\text{متوسط العائد على المؤشر} = \frac{100 - 150}{100} = 50\%$$

لكن نلاحظ أن هذا المؤشر يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون

مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.

(2°) **مدخل تساوي الأوزان:** يعني إعطاء قيم متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

مثال: نفترض أن المبلغ المتاح للمستثمر هو 3000 دج، و يرغب هذا المستثمر في تكوين محفظة مكونة من أسهم المنشأة أ، ب، ج، التي تباع في السوق بسعر السهم الواحد قدره 50 دج، 40 دج، 10 دج على التوالي. و تحقيقا لتساوي الأوزان داخل المحفظة، يقتضي ضرورة تساوي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم.

(أ): 1000 دج، عدد الأسهم = $50/1000 = 20$ سهم.

(ب): 1000 دج، عدد الأسهم = $40/1000 = 25$ سهم.

(ج): 1000 دج، عدد الأسهم = $10/1000 = 100$ سهم.

و طالما أن المبلغ من كل نوع متساوي، يصبح وزن كل منشأة داخل المحفظة متساوي و قدره $3/1$ ، أي $3000/1000$ ، أما المؤشرات التي لا تمثل فيها المنشأة سوى سهم واحد، فإن تساوي الأوزان يتطلب حساب كمية (جزء من سهم) تحدد بقيمة مقلوب السعر، و ذلك حتى تكون القيم متساوية.

السهم	س ₁	ك ₁	س ₂	ك ₁	س ₁ =1 س ₂ ك ₁	س ₁	ك ₁	عائد السهم
أ	50	0,02	80	1	1	50	0,02	0,6
ب	40	0,025	50	1	1	40	0,025	0,25
ج	10	0,1	20	1	1	10	0,1	1
قيمة المؤشر				3				1,85

ك₁: الكمية الوهمية السعرية (لأن مقلوب السعر كمية و همية).

ع: عائد السهم (و₂ و₁).

و بالتالي فإن :

$$0,61 = \frac{3 - 4,85}{3} = \text{متوسط العائد على المؤشر}$$

نلاحظ أنه في هذا المدخل هناك تساوي متوسط عائد المؤشر و متوسط عائد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، لكن يعاب على هذا المدخل أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم، رغم احتمال تباين حجم و أهمية المنشآت التي أصدرتها، بالإضافة إلى أن الوزن النسبي الأولي متساوي، غير أن هذا التساوي سرعان ما يختفي مع التغير في الأسعار.

3°) **الوزن على أساس القيمة:** يعطى وزن على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر (لم يعد سعر السهم هو المحدد النسبي)، و من ثم فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

مثال:

الأسهم	عدد الأسهم	س1	ق1	س2	ق2
أ	60	50	3000	80	4800
ب	70	40	2800	50	3500
ج	120	10	1200	20	2400
			7000		10800

القيمة (ق) = عدد الأسهم × السعر

$$\text{متوسط العائد على المؤشر} = \frac{7000 - 10800}{7000} = 54,28\%$$

إن هذه الطريقة كغيرها لا تخلو من العيوب، فالتغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولدة عنه، يختلف باختلاف سعر السهم الذي يتناسب مع إحداث التغير.

و- المؤشرات شائعة الاستعمال:

يمكن تقسيم المؤشرات إلى مجموعتين رئيسيتين، الأولى مؤشرات تحسب على أساس السعر الذي يباع به السهم (مؤشر داو جونز)، و الثانية مؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم (مؤشر ستاندر آند بورز 500).

1. مؤشر داو جونز للصناعة:

و هو من أهم المؤشرات على المستوى العالمي، ظهر سنة 1887 من قبل إحدى الجرائد المشهورة في عالم المال و الأعمال، و هي جريدة وول ستريت wall street. يحسب هذا المؤشر يوميا من قبل شركة داو جونز و شركائها، و يمثل معدل أسعار 30 شركة صناعية مختارة بشكل يعكس الاتجاه العام للأسعار ببورصة نيويورك، و قد صممه شارلز دو، و قد قام في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم، ثم 12 سهم، ثم 30 سهم. و بقي كذلك إلى يومنا هذا، بمعدل سهم لكل شركة، تتسم بارتفاع قيمتها السوقية و بالعراقلة، و بضخامة الحجم و بضخامة عدد المساهمين. في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير أن هذه القاعدة أصبحت غير مقبولة، خاصة حينما يحدث اشتقاق للأسهم عند إحدى الشركات داخل العينة مما قد يؤثر على القيمة السوقية للسهم، و يتم الإعلان عنه بمجموعة من النقاط تزيد أو تنقص طبقا لحالة السوق المالية.

2. مؤشر ستاندر آند بورز:

الذي يركز في تكوينه على عينة من 500 شركة، منها 400 صناعية، 40 شركة منافع عامة (كهرباء....)، 20 شركة للنقل، و 40 شركة مالية، سواء كانت أسهمها متداولة في السوق المنظم أو غير المنظم، و يمثل كل شركة في المؤشر سهم واحد، و يحسب الوزن النسبي للسهم على أساس القيمة الكلية للأسهم الداخلة في العينة، و قد اشتق من هذا المؤشر 4 مؤشرات:

- مؤشر الصناعة (400 سهم).

- مؤشر منشآت المنافع العامة (40 سهم).

- مؤشر النقل (20 سهم).

- مؤشر المنشآت المالية (40 سهم).

3. مؤشرات أخرى:

إلى جانب المؤشرين السابقين، هناك مؤشر بورصة نيويورك، و مؤشر البورصة الأمريكية، و مؤشر وولشيري 5000، مؤشر Moody's Average، مؤشر نيويورك تايمز، مؤشر بارون، مؤشر

فايلو لاين (الذي أنشئ سنة 1963، و يتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات المالية كما يلي: 217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات، 29 شركة تابعة لقطاع النقل)، مؤشر Financial Time (أنشئ في 30 ديسمبر 1983، و يتكون من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة).

كما تتعدد المؤشرات المستخدمة في البورصات العالمية الأخرى مثل: زوريخ بسويسرا، بورصة باريس بفرنسا، مؤشر NAZDAC، مؤشر فوتسي في لندن، مؤشر Nikei في طوكيو، مؤشر DAX الألماني، مؤشر CAC 40 الفرنسي، مؤشر الأهرام الاقتصادي للمجموعة المالية المصرية الذي يركز على مدخل للوزن على أساس القيمة، مؤشر سوق المال المصري.

المحاضرة رقم (09): أسواق الخيارات و المشتقات المالية 1

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية Derivatives إحدى أدوات التعامل الحديثة التي أسفرت عنها الصناعة المالية في السبعينيات من القرن العشرين على نحو لم يسبق له مثيل، حيث أدى الميل نحو تعظيم القيمة المضافة و الاستجابة السريعة لتأثيرات التقدم التكنولوجي و التغيرات الاقتصادية التي صاحبت المؤشرات المالية (كمعدلات الفائدة، أسعار الصرف و مؤشرات البورصة) دور بارز في ظهور هذه الإبداعات، و من العوامل التي ساهمت في نجاح أسواق عقود المشتقات و رواجها قدرتها على تحسين كفاءة السوق بتخفيض تكلفة المعاملات، فضلا عن إتاحة الفرصة للمضاربين و المستثمرين للتغطية Hedging ضد المخاطر و تحقيق عوائد رأسمالية.

و تمثل المشتقات المالية عقودا يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بمقتضاها تكلفة محدودة، و تتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصل المالي محل التعاقد. و تتنوع الأصول محل التعاقد ما بين الأسهم و السندات و السلع و العملات الأجنبية و مؤشرات البورصة. و من أبرز صور المشتقات العقود الآجلة، العقود المستقبلية، و الخيارات و عقود المبادلة، و فيما يلي عرض مفصل لهذه العقود.

ثانياً: العقود المتداولة في أسواق المشتقات المالية

1. العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة Forward Contracts من أقدم صور العقود المستقبلية، و هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق و بسعر محدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية و شركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين و بكمية محددة في موعد لاحق، و من أمثلتها: عقود الاستيراد و التصدير.

و عملياً إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم، فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم و سعر التنفيذ، أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد، فعندئذ سيحقق البائع أرباحاً على حساب المشتري.

و لتوضيح الفوائد المترتبة عن العقود الآجلة، يمكن افتراض أن مستثمر ما أبرم عقدا آجلا في تاريخ ما لشراء 1 مليون جنيه استرليني بعد 90 يوما بسعر صرف قدره 1.6065 دولار للجنيه الواحد. و بمقتضى هذا العقد سيلتزم المستثمر بشراء مليون جنيه مقابل تسديده لنحو \$1606500. فإذا ارتفع مثلا سعر صرف الجنيه مقابل الدولار إلى نحو \$1.6500 للجنيه الواحد عند تاريخ الاستحقاق، فسيحقق المستثمر أو المشتري ربحا قدره \$44400، أي:

$(1.6065 - 1.6500) \times 1000000 = \44400 . و ذلك لأن الجنيهات الإسترلينية يمكن أن تباع بنحو \$1650000 فور شرائها. و بالمثل، إذا انخفض سعر صرف الجنيه إلى نحو \$1.55 عند تاريخ الاستحقاق فإن المستثمر سينكبد خسائر قدرها \$55600، لأن العقد الآجل سيلزم المستثمر بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للجنيه بمقدار \$55600.

2. العقود المستقبلية:

تتشابه العقود المستقبلية Future Contracts و العقود الآجلة بدرجة كبيرة، و قد أدى تطور التعامل بالعقود الآجلة و توسعها إلى إيجاد تقنيات التعامل بالعقود المستقبلية. و تعرف هذه العقود على أنها اتفاق نمطي ينطوي على التسليم المؤجل لأداة مالية أو سلعة معينة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا. و لكن مع ذلك تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في عدة أوجه، إذ غالبا ما تنتم العقود المستقبلية بمخاطر التسييل المتدنية نظرا لإمكانية تداولها في البورصة و تميزها بالشمولية و المعيارية.

فضلا عن ذلك، تتميز العقود المستقبلية بانخفاض مخاطر عدم الوفاء أو العجز عن سداد الالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة. و يعزى ذلك إلى أن إبرام العقود المستقبلية يستدعي من طرفي العقد إيداع ضمان أو هامش مبدئي Initial Margin لدى بيت السمسرة كضمان لتنفيذ العقد عند تاريخ التسليم. و يزداد هذا الضمان تأكيدا بوجود غرف للمقاصة أو غرف التسوية اليومية Clearing Houses.

و يتم تعديل الهامش المبدئي تبعا لتغير أسعار الإقفال اليومية للأصل محل العقد، ففي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر التسوية لكل عقد مستقبلي. و وفقا لذلك، تتم تسوية المركز المالي للأطراف المتعاقدة طالما أن بيت السمسرة مسؤول عن دفع تكاليف تنفيذ العقد في حالة تعثر أحد زبائنه

باستخدام الهوامش المبدئية المحددة سلفاً، و تتيح هذه الآلية لبيت السمسرة إمكانية تخفيض مخاطر عدم السداد في حالة تعثر أحد متعامليه.

و إجمالاً يمكن حصر أهم أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية في الجدول الآتي:

الجدول رقم 1: أهم الفوارق بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- عقود غير نمطية خاصة بين طرفين.	- عقود نمطية لحاملها يتم تداولها في البورصة.
- هناك تاريخ تسليم واحد محدد في العقد.	- هناك عدة تواريخ للتسليم.
- تتم تسوية العقود عند نهاية تاريخ العقد.	- تتم تسوية العقود يومياً.
- لا توجد هناك متطلبات الهامش المبدئي.	- إلزامية تقديم الهامش المبدئي و تعديله وفق تغير الأسعار.

المحاضرة رقم (10): أسواق الخيارات و المشتقات المالية 2

3. عقود الخيار:

تمثل عقود الخيار Options إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمرين والمضاربين فرصة للحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول و تحقيق الأرباح الرأسمالية. و يعد الاختلاف في توقعات طرفي عقود الخيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعا و شراء. و يقصد بعقود الخيار اتفاق بين طرفين يكون لأحدهما الحق دون الإلزام في تنفيذ شراء أو بيع أصل محدد (أوراق مالية، عملات، سلع، مؤشرات البورصة....) لطرف ثان في تاريخ مستقبلي و بسعر يحدد زمن الاتفاق مقابل مبلغ معين (عمولة) غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني على سبيل التعويض أو المكافأة .Premium

و يأخذ موعد تنفيذ العقد المبرم شكلين رئيسيين هما عقد الخيار الأوروبي European Option، و الذي يلزم بممارسة حق الخيار في التاريخ المحدد لانتهاؤه حسب نص الاتفاق. أما الشكل الآخر فهو عقد الخيار الأمريكي، و الذي يعطي الحق في تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من وقت إبرام الاتفاق إلى غاية التاريخ المحدد لانتهاؤه صلاحيته. و يسمى السعر المتفق عليه للتنفيذ بسعر التعاقد أو سعر التنفيذ Exercise Price. و غالبا ما يساوي القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام الاتفاق، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق Market Price، الذي يمثل السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق. و تنقسم عقود الخيار إلى نوعين أساسيين هما حق خيار الشراء و حق خيار البيع.

1° حق خيار البيع Put Option:

يتيح هذا الحق فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض قيمتها السوقية. و للمستثمر القدرة على إلزام الطرف الثاني في العقد (محرر الحق) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأصل (محل الاتفاق) خلال فترة العقد عن سعر التنفيذ Striking، حيث يضمن المستثمر أو مشتري حق البيع Buyer الحق في بيع الأصل لمحرر العقد بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض في سعر الأصل، و ذلك مقابل مكافأة يدفعها مشتري حق الخيار لمحرر الحق كثمن لممارسة حق تنفيذ

العقد من عدمه، و هي عمولة غير قابلة للرد. و تمثل تعويضا لمحذر الحق عن مقدار المخاطر والخسائر التي قد يتعرض لها إذا ما انخفضت أسعار الأصل عن سعر التنفيذ مستقبلا.

و يلاحظ أن مشتري حق خيار البيع يتوقع أن تتخفض أسعار الأصل في المستقبل بينما يتوقع محرر خيار البيع أن أسعار الأصل سوف ترتفع في المستقبل. و يحقق مشتري حق خيار البيع في حالة ثبوت توقعاته أرباحا غير محددة عند الانخفاض المتواصل في سعر الأصل، في حين يتكبد خسارة محدودة ممثلة في علاوة شراء الحق و ذلك عند ارتفاع أسعار الأصل على عكس محرر العقد.

2° حق خيار الشراء Call Option:

يتيح حق خيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأصل يرغب المستثمر في شرائه مستقبلا، حيث يمنح هذا الحق للمستثمر إلزام الطرف الثاني في العقد (محرر حق خيار الشراء) تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأصل خلال فترة التعاقد عن السعر المنفق عليه (سعر التنفيذ). و يضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأصل محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر خيار الشراء بغض النظر عن مقدار الارتفاع في سعر الأصل عن سعر التنفيذ. و يحصل محرر حق خيار الشراء مقابل ذلك على مكافأة من المستثمر نظير تحمله المخاطر و الخسائر إذا ما ارتفعت أسعار الأصل محل العقد.

و يلاحظ كما في حالة حق خيار البيع أن توقعات كل من مشتري الحق و محرر حق خيار الشراء متباينة، فبينما يتوقع مشتري الحق ارتفاع أسعار الأصل في المستقبل فإن محرر حق خيار الشراء يتوقع عكس ذلك. و عمليا، فإن مالك خيار الشراء يستطيع تحقيق مكاسب غير محددة في حالة الارتفاع المستمر للسعر، في حين ستكون خسارته القصوى محددة بالعلاوة المدفوعة لشراء الحق من محرره في حالة عدم التنفيذ. و على النقيض من ذلك، فإن محرر حق الشراء ستكون خسارته غير محددة عند ارتفاع السعر، في حين أن مكاسبه ستكون محدودة بمقدار العلاوة المدفوعة له عند انخفاض الأسعار.

و تجدر الإشارة إلى أن تنفيذ عقود الخيار لا تعني بالضرورة تسليم و استلام الأصل موضوع التعاقد، إذ قد يتحقق التنفيذ من خلال حساب الفروق المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم و الاستلام الفعلي للحقوق.

4. عقود المبادلة:

تمثل عقود المبادلة Swaps إحدى أدوات التغطية ضد المخاطر Hedging Risks. و تعرف هذه العقود بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسويتها على فترات دورية. و على عكس عقود الاختيار، فإن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح و الخسائر لا تتم تسويتها يوميا. و تعتبر عقود مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات الفائدة المتغيرة أبرز أنواع هذه العقود. وبمقتضى هذا النوع من العقود يوافق أحد الأطراف في العقد على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة بينما يقوم الطرف الآخر للعقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة. وغالبا ما تحدد هذه الأخيرة على أساس سعر مساو لسعر LIBOR (London Inter Banks Offering Rate)، الذي يمثل معدل الفائدة بين البنوك في لندن. و تحدد التغيرات الحاصلة في هذا المعدل مركز الخسارة أو الربح لطرفي عقد مبادلة معدلات الفائدة.

و تجدر الإشارة إلى أن الأصل الرأسمالي محل التعامل بين طرفي العقد غالبا ما يخصص فقط لحساب معدل الفائدة و لا تجري مبادلته فعليا. لذلك يدعى بالأصل الوهمي، حيث أن المبادلة الفعلية تتم على مبادلة الفوائد دون رأس المال. و يمكن إعطاء المثال التالي لتوضيح آلية عمل عقود مبادلة معدلات الفائدة.

فبافتراض أن أحد البنوك التجارية و ليكن البنك A سوق شهادات إيداع مدتها خمس سنوات بمبلغ إجمالي قدره 500 مليون دولار و بمعدل فائدة ثابت قدره 9%، و باعتبار أن هذا البنك يعمل في نشاط إقراضي قصير الأجل و بمعدلات فائدة متغيرة فإن إيراداته ستتناقص بانخفاض معدل الفائدة على قروضه الممنوحة للمستثمرين، بينما ستبقى التزاماته تجاه المودعين ثابتة، أي 45 مليون دولار (9% × 500 مليون دولار). و بالمقابل فإن البنك B يقوم باستثمار مبلغ قدره 500 مليون دولار في قطاع الإسكان و يدر له معدل عائد ثابت قدره 11%، غير أن البنك يعاني من مخاطر ارتفاع الفائدة على ودائعه قصيرة الأجل و بالنتيجة انخفاض أرباحه، لذلك من مصلحته الحصول على مكافأة تكون بمقدار معدلات الفائدة السائدة في السوق.

و تقاديا لهذه الإشكالية، يمكن للبنكين A و B إبرام عقد لمبادلة معدلات الفائدة طالما أن البنك A يرغب في مبادلة معدل فائدة متغير على استثماراته قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت لا يقل عن 9%، بينما يرغب البنك B في مبادلة معدل فائدة ثابت بمعدل فائدة متغير يزيد عن معدل الفائدة الذي

يدفعه على ودائعه. و بالنتيجة وافق البنك A على استلام فائدة بمعدل 10% على مبلغ 500 مليون دولار تدفع له شهريا على أن يتحصل البنك B من البنك A على معدل فائدة متغير على أساس معدل LIBOR.

فبافتراض أنه بعد مرور شهر على إبرام العقد بين الطرفين بلغ معدل الفائدة المتغير على أساس Libor 10.5%، و تبعا لذلك ستكون قيمة المدفوعات التي سيؤديها البنك A للبنك B هي 108325 دولار. و قد تم حساب هذه القيمة بالمعادلة الآتية:

المدفوعات = (معدل الفائدة المتغير - معدل الفائدة الثابت) × (عدد الأيام ÷ 360) × قيمة العقد

$$= \$108325 = 500000000 \times (360 \div 30) \times (0.10 - 0.105)$$

أما إذا انخفض معدل الفائدة و أصبح في حدود 9.5% على أساس Libor عندها سيصبح البنك B ملزما بدفع ما مقداره \$208333.33 للبنك A، أي:

$$المدفوعات = \$208333.33 = 500000000 \times (360 \div 30) \times (0.10 - 0.095)$$

5. صكوك الشراء اللاحقة للأسهم Warrants:

و هي عبارة حقوق خيار طويلة الأجل Long Term Options تتيح لحاملها الحق في شراء عدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق و بسعر متفق عليه مسبقا بصرف النظر عن السعر السائد في السوق وقت التنفيذ. و عادة ما توزع صكوك شراء الأسهم مع السندات لتحفيز المدخرين على الاستثمار في الأسهم العادية و الاستثمار في سندات الشركة ذات معدلات كوبون منخفضة نسبيا.

و تستخدم أيضا صكوك الشراء اللاحقة من طرف الشركات الصغيرة التي تتميز بمعدلات نمو متزايدة، حيث تتيح هذه الصكوك فرصة لهذه الشركات لبيع سنداتها أو أسهمها الممتازة. ومثل هذه الشركات ينظر إليها على أنها تتصف بدرجة مخاطرة مرتفعة و لا يمكن بيع سنداتها إلا في حالة ارتفاع معدلات الفائدة على سنداتها بشكل محسوس، و لتحقيق ذلك تقوم مثل هذه الشركات بطرح صكوك شراء لأسهمها مصاحبة لتلك السندات مما يمنح حامل السند فرصة المشاركة في نمو ربحية الشركة، ما يعني تحفيز المستثمر على قبول معدلات الفائدة المنخفضة على هذه السندات.

المحاضرة رقم (11): ضوابط السوق المالية الإسلامية و أدواتها المالية

تعتبر السوق المالية وكما اشرفنا إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة , لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية , والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر, ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية , لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها.

أولاً: مفهوم السوق المالي الإسلامي

يأتي تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية من تعريفه الاصطلاحي الوضعي ولكن في إطار شرعي إسلامي : " ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تجميع الأموال في إطار شرعي."

ثانياً: دوافع ظهور السوق المالي الإسلامي

أ - إيجاد الطرق المناسبة لتوظيف السيولة الفائضة عن الحاجة في الشركات، حيث تعد البورصة الوعاء المتكامل للفائض من السيولة.

ب - إيجاد الطرق المناسبة لجمع رأس المال للمشاريع التي ترغب الشركات في تمويلها كطرح أسهم للمشاركة فيها.

ج- إيجاد الطرق المناسبة لتسييل الأصول التي تتكون منها المشاريع حسب حاجة الشركة وفي الوقت المناسب، بحيث يمكن بيعها متى شاء، حيث تسهل عمليات الاستثمار قصيرة الأجل، وتساعد على سرعة تداول الأوراق المالية وعرفه أسعارها وتحويلها إلى نقد.

د- تدوير رأس المال بما يتناسب مع خدمة أهداف التنمية.

هـ- مواجهة تطويع شريعتنا لمفاهيم ونظم غير إسلامية إرضاء لأصحاب رؤوس الأموال.

و- توعية المجتمع بمرونة العقود الإسلامية كي تستوعب كل زمان ومكان.

ز- تحقيق أهداف التنمية والتكامل بين الدول الراغبة في تطبيق السوق المالي الإسلامية، فلو نظرنا إلى السوق المالي لظهر مدى انعكاس التوسع في قطاعات السوق بناء على حجم التمويلات المخصصة لكل قطاع، كما يظهر في حال عدم شراء أسهم أي شركة ترغب بالاكنتاب وجود مشكلة في السيولة بحيث لا تحصل على السيولة في الوقت المناسب وبالتالي ارتفاع مخاطرها، وكلما زادت أزمة التمويل لتشمل قطاعا كاملا كلما ظهرت بوادر أزمة التمويل في القطاع ثم تنعكس بحصول أزمة اقتصادية، والتي يترتب عليها الانكماش الاقتصادي وزيادة البطالة. وما يدعم تحقيق المصلحة الخاصة والمصلحة العامة إتباع ضوابط الشريعة الإسلامية في السوق المالي حيث تمنع البيع على المكشوف والبيع الوهمي وما يتعلق بالمضاربة بالمشتقات لما تؤدي للغرر والغبن.

ثالثا: الضوابط و المبادئ الشرعية للسوق المالية الإسلامية

- **الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية :** بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، و فلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، و بطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية , أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، و لم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل و كافي لأداء السوق بكفاءة.
- **الاستثمار الحقيقي و ليس الوهمي :** في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية و بيعها ليس بغرض الاستثمار أو الإسترباح و لكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم و هذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي و ليس الوهمي، مثل المشاركات و البيوع و الإجازات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام " المحتكر ملعون و الجالب مرزوق " .
- **المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية :** إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية كما ذكرنا آنفاً، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية و آلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

المحاضرة رقم (12): الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية 1

الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية

1. الأسهم:

يُحكم إصدار الأسهم مجموعة من الضوابط الشرعية أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ. يجوز إصدار الأسهم من شركات ذات أغراض مشروعة بأن يكون موضوع نشاطها حلالاً، كالشركات الخدمية والصناعية والتجارية المباحة.

ب. أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة لدى الناس بسلامة تعاملها ونزاهتها.

ج. تعد شهادة الأسهم أو ما يقوم مقامها وثيقة تثبت شرعاً ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك أو لأمر أو لحاملها.

2. الصكوك الإسلامية:

يمكن أن نعرف الصكوك الإسلامية بأنها " وثائق متساوية القيمة عند إصدارها ولا تقبل التجزئة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص".

الأهمية الاقتصادية والمالية للصكوك الإسلامية:

1. جذب شريحة هامة وكبيرة من الملتزمين بأحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي كسب ممولين جدد وتوسيع قاعدة الاستثمار الإسلامي.

2. مساعدة الدولة في تغطية عجز ميزانيتها، حيث تعتبر الصكوك أدوات تمويلية متميزة للسياسة النقدية في عصرنا، وبالأخص صكوك الإجارة التي تمتاز باستقرار نسبي من حيث الأصول المؤجرة، والأجرة المحققة، فإذا أصدرتها الدولة فإنها تتمتع بالإضافة إلى ما سبق بثقة عالية لدى المتعاملين معها، لذلك تصلح أن تكون بديلاً جيداً لسندات الخزنة.

3. إثراء السوق المالية الإسلامية (البورصة)، لأن الصكوك الإسلامية تعتبر الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة والجزء الآخر من رثة البورصة التي تتحرك فيها الأموال بحرية وسهولة.

4. تعتبر من أهم الوسائل لتنويع مصادر الموارد الذاتية وتوفير السيولة للأفراد والمؤسسات والشركات والحكومات.

5. تساعد هذه الصكوك الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها.

6. تغطية الحاجة الملحة للشركات إلى سيولة لأمد معقول (حسب الحاجة إما طويل، أو قصير أو متوسط)، وتكون أمام هذه الحاجة إما أن تزيد من رأسمالها من خلال طرح أسهم جديدة، وهذا قد يؤثر في أرباح المساهمين وإما بطرح سندات، فوجود هذه الصكوك يحقق مصالح كبيرة لهذه الشركات ويدراً عنها مفاسد أيضاً.

7. تعتبر من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطيقها جهة واحدة.

خصائص الصكوك الإسلامية:

أ. الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكيها، لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها.

ب. تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة) في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول و المنافع و الخدمات التي تمثلها.

ج. تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليط منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً أو التزاماً في ذمة مصدريها.

د. تعطى الصكوك الإسلامية لحاملها الحق في الحصول على الأرباح التي يحققها المشروع (إن وجدت)، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.

هـ. تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.

و. الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

ز. الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع وأنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

أنواع الصكوك الإسلامية:

1. الصكوك المعتمدة على المشاركة في الربح والخسارة:

أ. صكوك المشاركة: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، و يصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم".

ب. صكوك المضاربة: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأسمال المضاربة، و ذلك بإصدار صكوك ملكية برأسمال المضاربة على أساس وحدات متساوية، و مسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأسمال المضاربة، و ما يتحول إليه بنسبة كل منهم". و لها عدة أنواع: صكوك المضاربة التجارية، صكوك المضاربة الصناعية، صكوك المضاربة الزراعية.

ج. **صكوك المزارعة:** "وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول"، ويعد المكتتبون في هذه الصكوك هم الزراعين بأموالهم كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض.

د. **صكوك المساقاة:** "وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، و رعايتها على أساس عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة"، ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقين، حيث تمول حصيلة الصكوك مختلف الأنشطة المتعلقة بالسقي، كالري و التسميد و التقليم و معالجة الآفات الزراعية... الخ.

هـ. **صكوك المغارسة:** وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

2. الصكوك المعتمدة على المعاوضة:

أ. **صكوك المرابحة:** "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك".

ب. **صكوك السلم:** "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"، و بالتالي يصبح المصدر لتلك الصكوك هو البائع، والمكتتبون هم المشترين، و حصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء سلعة السلم.

ج. **صكوك الاستصناع:** "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع ملكا لحملة الصكوك"، فالمصدر لتلك الصكوك هو الصانع، والمكتتبون هم المشترين للعين المراد صنعها، و حصيلة الاكتتاب تكلفة المصنوع.

3. الصكوك المعتمدة على الإجارة:

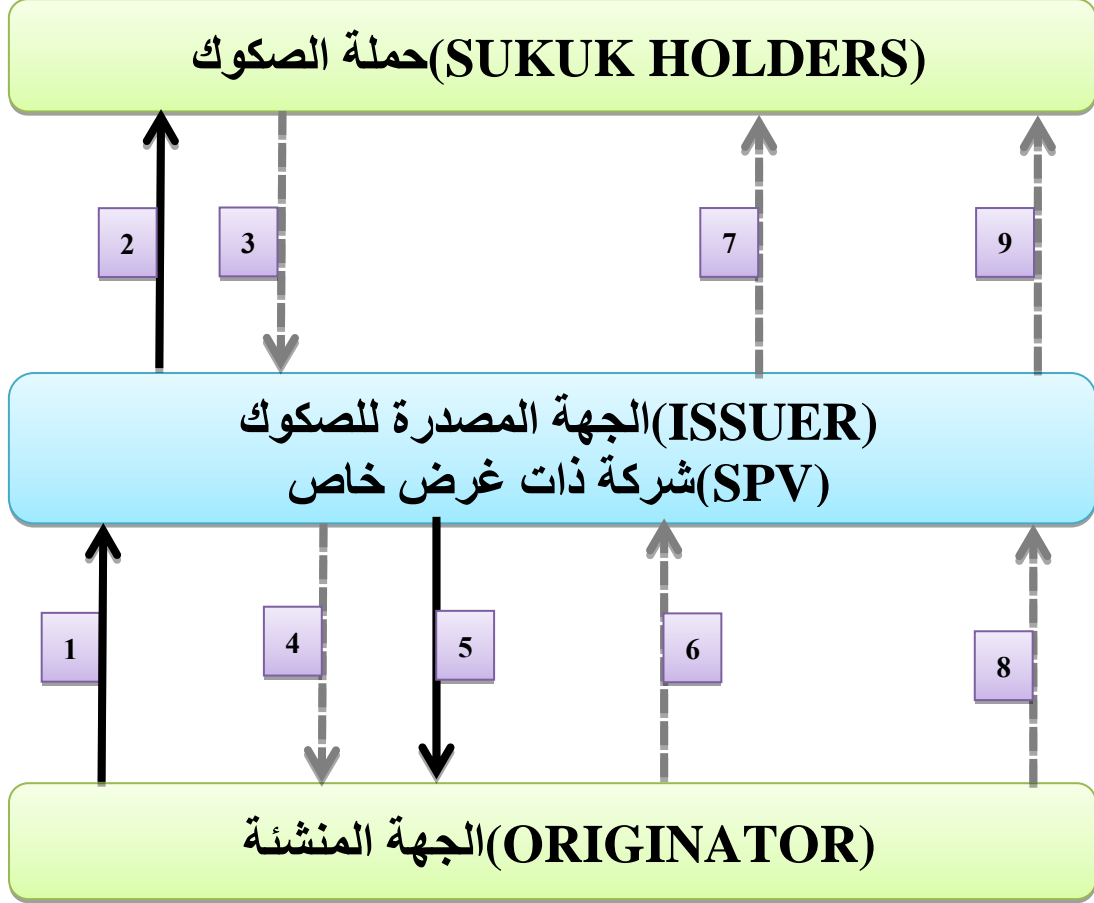
أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، و الغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية، وتصنفت صكوك الإجارة إلى:

أ. **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، بغرض بيعها و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب. صكوك ملكية المنافع: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو موصوفة بالذمة، بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

ج. صكوك ملكية الخدمات: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

أ. آلية صكوك الإجارة:

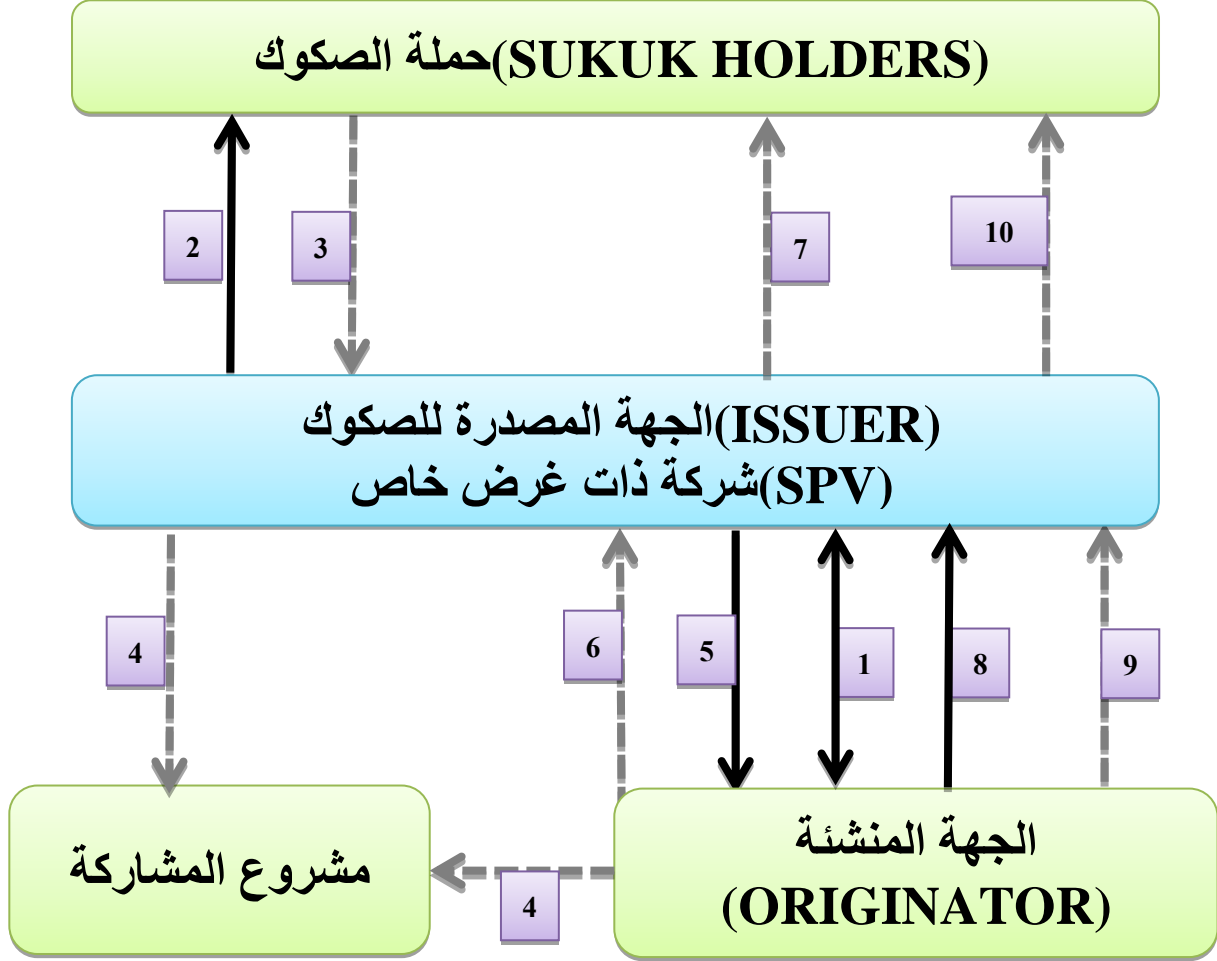


بالاعتماد على الشكل أعلاه فإن آلية صكوك الإجارة تتم كما يلي:

1. تقوم الجهة المنشئة بإبرام عقد بيع الأصول المراد تأجيرها إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
2. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
3. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات نيابة عنهم.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن من حصيلة الصكوك للجهة المنشئة.
5. يبرم المصدر (المؤجر) عقد الإجارة مع الجهة المنشئة (المستأجر) بأجرة متفق عليها.
6. تدفع الجهة المنشئة (المستأجر) أقساط الأجرة في المواعيد المحددة.
7. يستلم المصدر عوائد الإجارة ويقوم بدفعها في شكل توزيعات دورية لحملة الصكوك.

8. بعد انتهاء المدة يقوم المصدر بإعادة بيع الأصول إلى الجهة المنشئة حسب ما هو متفق عليه.
9. يدفع المصدر حصيلة بيع الأصول لحملة الصكوك وبذلك يتم الإطفاء النهائي.

ب. آلية صكوك المشاركة:

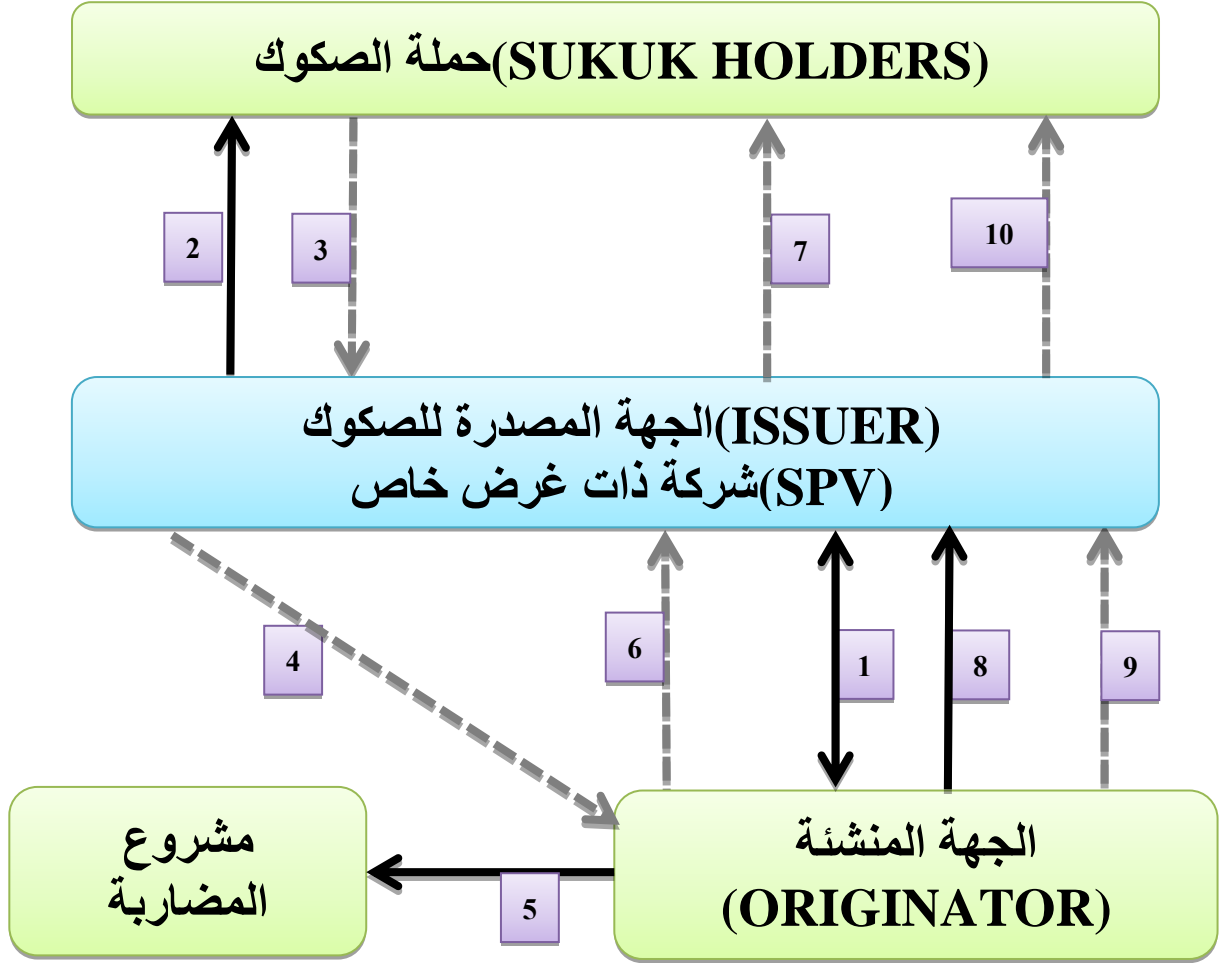


بالاعتماد على الشكل أعلاه فإن آلية صكوك المشاركة تتم كما يلي:

1. يبرم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) عقد مشاركة مع الجهة المنشئة.
2. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
3. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات نيابة عنهم.
4. يقوم المصدر بدفع حصة مشروع المشاركة من حصيلة الصكوك، كما تقوم الجهة المنشئة بدفع حصتها أيضا في هذا المشروع.
5. يتم إبرام عقد بين المصدر (الشريك) والجهة المنشئة (المدير)، يقوم بموجبه هذا الأخير بإدارة مشروع المشاركة.
6. تدفع الجهة المنشئة حصة الصكوك من الربح إلى المصدر.

7. يقوم المصدر بدفع التوزيعات الدورية إلى حملة الصكوك.
8. تتعهد الجهة المنشئة بإعادة شراء الصكوك بعد انتهاء أجلها وانقضاء المدة المتفق عليها.
9. تشتري الجهة المنشئة حصة الصكوك من المصدر وفق الشروط المتفق عليها.
10. يدفع المصدر الحصيلة لحملة الصكوك، وبذلك يتم إطفاء هذه الصكوك.

ج. آلية صكوك المضاربة:

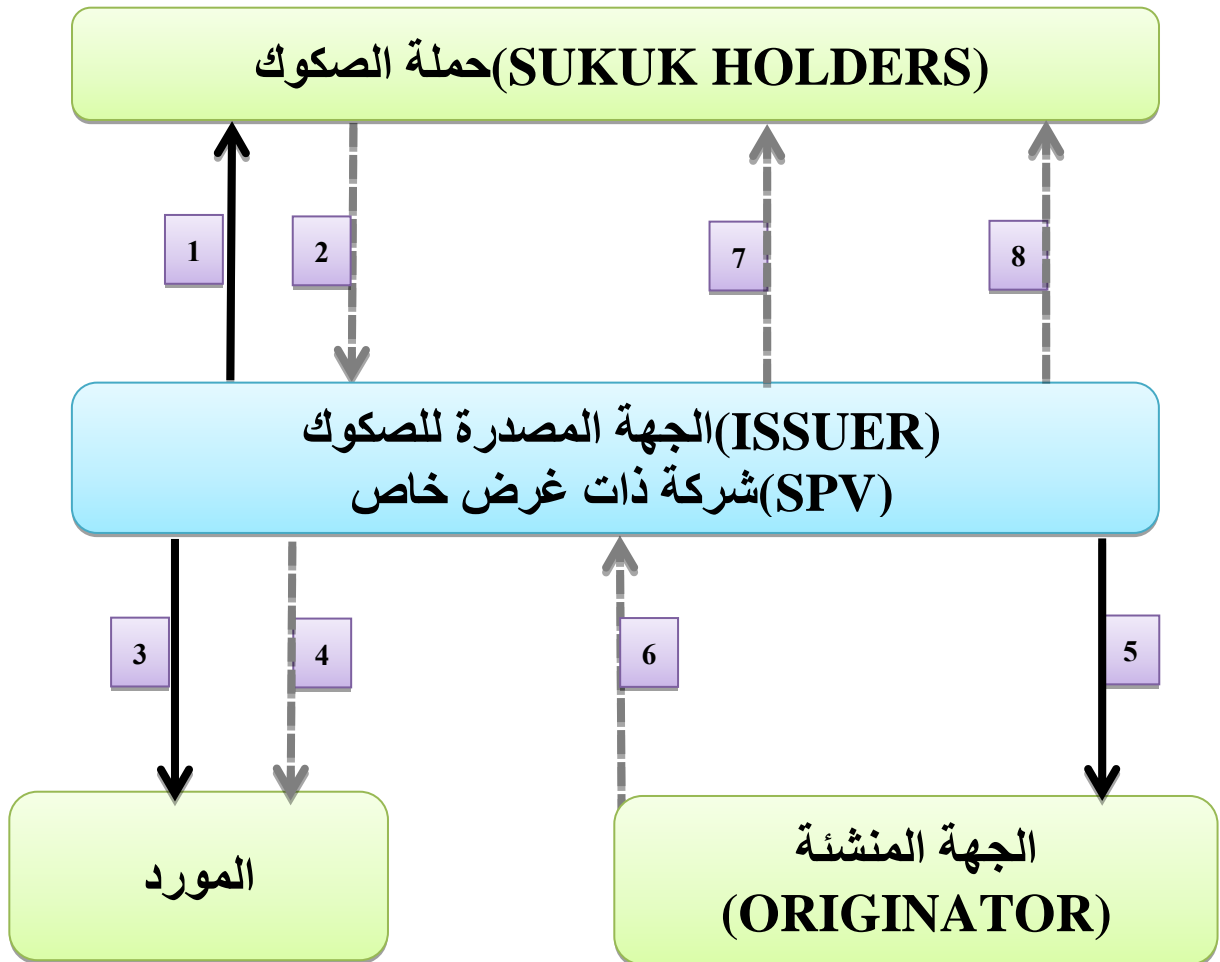


بالاعتماد على الشكل أعلاه فإن آلية صكوك المضاربة تتم كما يلي:

1. يبرم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) عقد مضاربة باعتبارها "رب المال" مع الجهة المنشئة التي تمثل "المضارب".
2. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
3. يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات نيابة عنهم.
4. يقوم المصدر بدفع رأس مال المضاربة من حصيلة الصكوك إلى الجهة المنشئة.

5. تقوم الجهة المنشأة باستثمار رأس مال المضاربة في مشروع استثماري وفق الصيغة المتفق عليها
6. تدفع الجهة المنشأة حصة الصكوك من الربح إلى المصدر.
7. يقوم المصدر بدفع التوزيعات الدورية إلى حملة الصكوك.
8. تتعهد الجهة المنشأة بإعادة شراء الصكوك بعد انتهاء أجلها وانقضاء المدة المتفق عليها.
9. تشتري الجهة المنشأة حصة الصكوك من المصدر وفق الشروط المتفق عليها.
10. يدفع المصدر الحصيلة لحملة الصكوك، وبذلك يتم إطفاء هذه الصكوك.

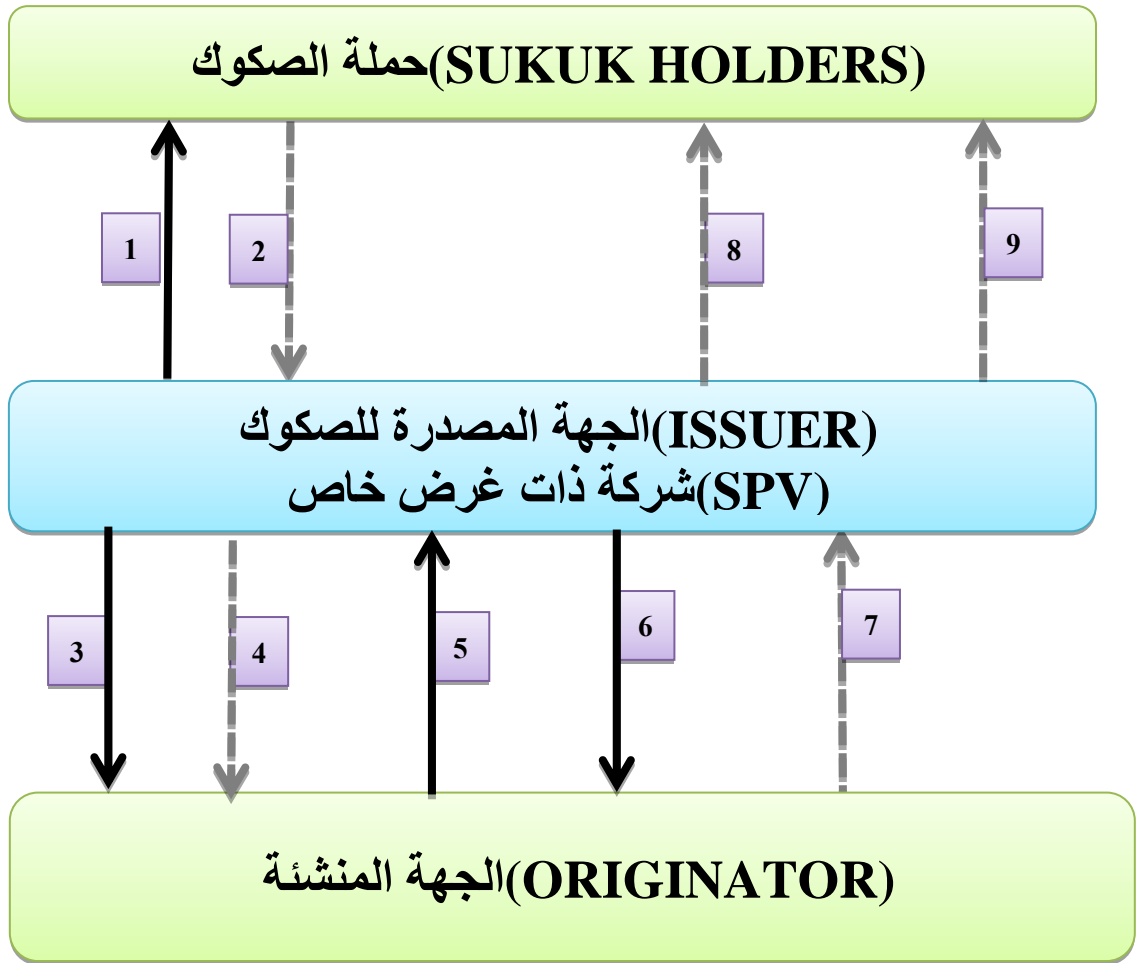
د. آلية صكوك المراجعة:



بالاعتماد على الشكل أعلاه فإن آلية صكوك المراجعة تتم كما يلي:

1. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات نيابة عنهم.
3. يبرم المصدر عقد مراجعة مع المورد لشراء السلعة المتفق عليها مع الجهة المنشأة.

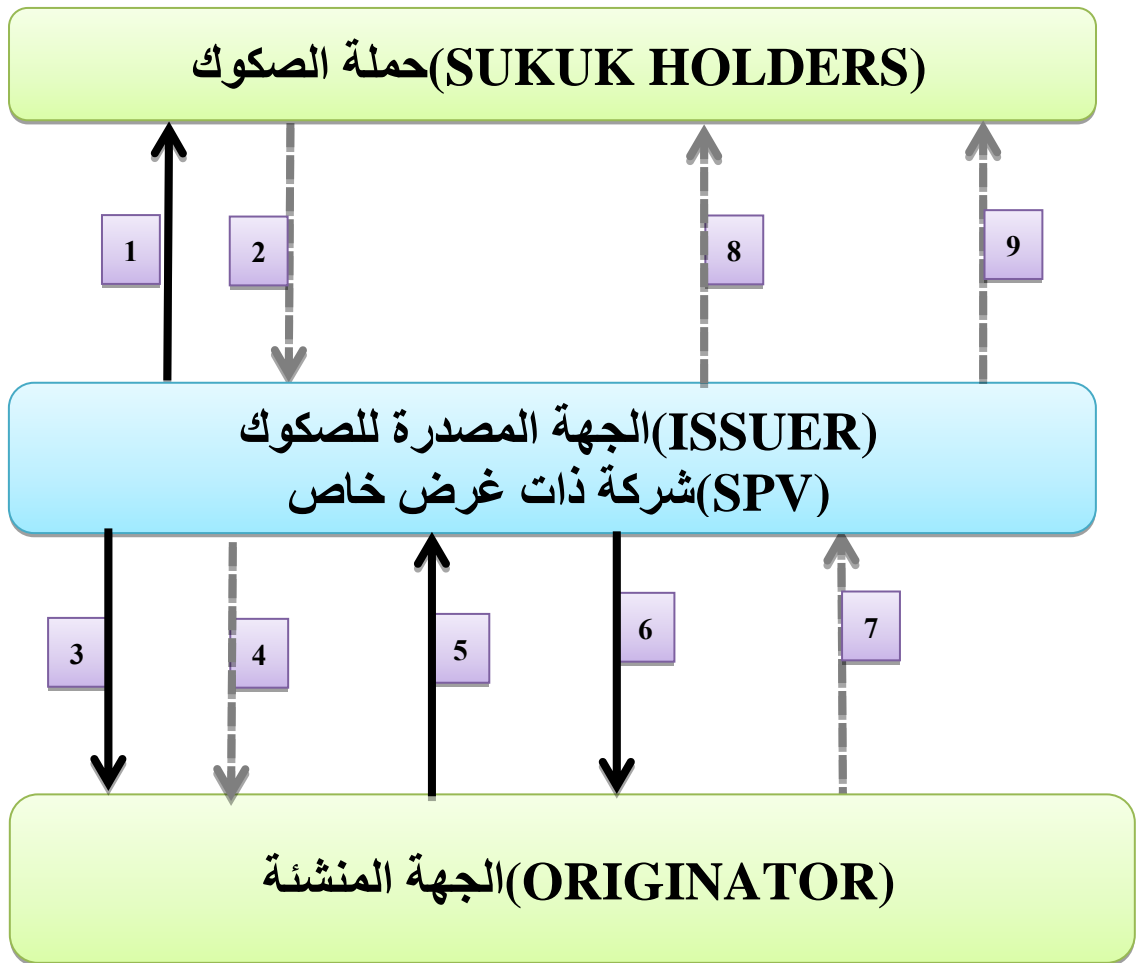
4. يقوم المصدر بدفع ثمن السلعة للمورد من حصيله الصكوك.
 5. يقوم المصدر (البائع بالمراجحة) ببيع السلعة للجهة المنشئة (المشترية بالمراجحة) على أقساط متفق عليها وفي تواريخ استحقاق محددة.
 6. تدفع الجهة المنشئة إلى المصدر أقساط المراجحة في تواريخ استحقاقها.
 7. يقوم المصدر بدفع الأقساط في شكل توزيعات دورية إلى حملة الصكوك.
 8. بآخر قسط يتم دفعه من الجهة المنشئة ويتسلمه المصدر يتم إطفاء هذه الصكوك.
- هـ. آلية صكوك السلم:



بالاعتماد على الشكل أعلاه فإن آلية صكوك السلم تتم كما يلي:

1. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات نيابة عنهم.
3. يبرم المصدر عقد سلم مع الجهة المنشئة لشراء السلعة المتفق عليها على أساس الدفع الفوري وشروط التسليم المؤجل.
4. يقوم المصدر بدفع ثمن السلعة للجهة المنشئة من حصيله الصكوك.

5. قبل كل تاريخ تستحق فيه مبالغ التوزيع الدورية لحملة الصكوك، تقوم الجهة المنشئة بتسليم أصول السلم إلى المصدر.
 6. يقوم المصدر (البائع) ببيع سلعة السلم للجهة المنشئة (المشترية) على أقساط متفق عليها وفي تواريخ استحقاق محددة.
 7. تدفع الجهة المنشئة إلى المصدر الأقساط في تواريخ استحقاقها.
 8. يقوم المصدر بدفع الأقساط في شكل توزيعات دورية إلى حملة الصكوك.
 9. بآخر قسط يتم دفعه من الجهة المنشئة ويتسلمه المصدر يتم إطفاء هذه الصكوك.
- و. آلية صكوك الاستصناع:



بالاعتماد على الشكل أعلاه فإن آلية صكوك الاستصناع تتم كما يلي:

1. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات نيابة عنهم.
3. يبرم المصدر عقد استصناع مع الجهة المنشأة لصنع السلعة المتفق عليها على أساس الدفع الفوري وشروط التسليم المؤجل.

4. يقوم المصدر بدفع ثمن السلعة للجهة المنشأة من حصيلة الصكوك.
5. بعد الانتهاء من الصنع، تقوم الجهة المنشئة بتسليم أصول الاستصناع إلى المصدر.
6. يقوم المصدر (البائع) ببيع سلعة الاستصناع للجهة المنشئة (المشترية) على أقساط متفق عليها وفي تواريخ استحقاق محددة.
7. تدفع الجهة المنشئة إلى المصدر الأقساط في تواريخ استحقاقها.
8. يقوم المصدر بدفع الأقساط في شكل توزيعات دورية إلى حملة الصكوك.
9. بآخر قسط يتم دفعه من الجهة المنشئة ويتسلمه المصدر يتم إطفاء هذه الصكوك.