

قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية

ونظرات في مستندها الفقهي

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

أستاذ - قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

د. عبد الله بن محمد العمراني

أستاذ مساعد - قسم الفقه - كلية الشريعة

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية

ونظرات في مستندها الفقهي

١ مقدمة

بدأ استخدام التداول الإلكتروني في الأسواق المالية منذ ما يقرب من ثلاثة عقود. وقد تزايد الاعتماد على الحاسب الآلي ليقوم بإجراءات التداول، التي كانت تدار يدوياً في هذه الأسواق، مع مرور الوقت. ومن أشهر الأسواق المالية العالمية التي تعتمد بشكل أساسي على نظام إلكتروني للتداول Electronic Trading System أسواق تورنتو وباريس وطوكيو؛ حيث يستخدم سوق تورنتو نظام CATS وهو من أشهر أنظمة التداول الإلكتروني وأقدمها حيث بدء في استخدامه عام ١٩٧٧م. ويستخدم سوق باريس نظام CAC منذ عام ١٩٨٦م وسوق طوكيو نظام CORES منذ عام ١٩٨٢م. ويتضمن Domowitz (1993) تفاصيل قواعد التداول الإلكتروني المطبقة في هذه الأسواق.

وقليماً، يعد نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية من أقدم أنظمة التداول الإلكتروني في العالم العربي؛ حيث بدأ العمل بهذا النظام في بداية عام ١٤١١هـ (النصف الثاني من عام ١٩٩٠م). وكان النظام يحمل اسم (النظام الإلكتروني لمعلومات الأسهم)، أو اختصاراً إيسس ESIS، وقد تم تحديثه تسع مرات في فترات متلاحقة، حتى تم استبداله في منتصف ١٤٢٢هـ (أكتوبر ٢٠٠١م) بنظام تداول إلكتروني جديد أطلق عليه اسم (تداول)، والذي تم تطويره بشكل جوهري في أواخر عام ١٤٢٨هـ (أكتوبر ٢٠٠٧م) (موقع شركة تداول : ٢٠٠٨م). وقد شاع استخدام أنظمة التداول الإلكتروني خلال العقد الماضي في الأسواق المالية لبقية دول الخليج العربي والدول العربية والإسلامية.

وقد تعاضم الاهتمام بنظم التداول الإلكترونية في أغلب الدول بسبب زيادة المنافسة على تيار الأوامر الدولي بين الأسواق المالية المختلفة نتيجةً لتحرير التجارة وانفتاح الأسواق، والتقدم في تقنية الاتصالات، وزيادة حجم الاستثمار المؤسسي، والاتجاه نحو التخصصية. وقد صاحب هذا التطور العملي تطوراً نظرياً تمثل في نشوء حقل معرفي جديد أطلق عليه "البنية الجزئية للسوق Market Microstructure"، والذي يهدف إلى دراسة نتائج تبادل الأصول المالية في ظل قواعد تداول صريحة على كل من سيولة السوق وكفاءتها. والملاحظ أن أغلب الدراسات في هذا الفرع - حتى وقت قريب - ركزت على فهم سلوك صانع السوق الذي يحتكر القيام بهذه المهنة. وقد أدى نمو الأسواق التي تعتمد كلياً على التداول الآلي ولا تشترط وجود صانع سوق مسيطر إلى ظهور دراسات جديدة تحاول تفسير سلوك المتداولين ومن ثم الأسعار في ظل هذا النمط من التداول.

وعلى الرغم من اختلاف قواعد التداول في الأسواق المالية الإلكترونية؛ إلا أنها تسعى - عموماً - إلى تحقيق هدفين أساسيين: توفير السيولة من خلال جذب أكبر قدر ممكن من البائعين والمشتريين، وتوفير آلية لاكتشاف أفضل الأسعار، بحيث تعكس أسعار السوق المعلومات المتاحة حالياً عن الأصل المالي محل التداول.

ويعتد توفير السيولة هدفاً؛ لأن قدرة السوق على جذب تيار الأوامر للسوق تعتمد على مدى وجود التزامات ثابتة من المتداولين فيه، أو على الأقل طائفة منهم لتوفير السيولة في السوق. كما أن توافر السيولة في سوق معينة يغري المتداولين الآخرين لإرسال أوامرهم إلى هذه السوق؛ مما يزيد من سيولتها.

ويرى (Harris 1990) أن هناك أربعة أبعاد للسيولة؛ هي:

١. الاتساع width: مقدار الفرق (بين أفضل عرض وطلب) مضافاً إليه عمولة السوق والسماسة.
٢. العمق depth: عدد الأوراق المالية المطلوبة والمعروضة عند الأسعار المختلفة.
٣. الفورية immediacy: سرعة إتمام الصفقة.

٤. المرونة (resiliency): سرعة رجوع الأسعار لوضعها السابق بعد صفقة كبيرة أخلت بتوازن العرض والطلب ولم تكن مبنية على معلومات خاصة.

ويوجد في الواقع ارتباط قوي بين سيولة السوق وتكلفة التداول؛ فكلما كانت السوق أكثر سيولة أدى ذلك إلى تقليل تكلفة التداول (Transaction cost). فزيادة السيولة يعني مزيداً من الكميات المعروضة والمطلوبة، وبالتالي مزيداً من التنافس على توفير السيولة عند أسعار أفضل؛ مما يقلل من الفرق بين أفضل العروض والطلبات. وهو ما يؤدي إلى تقليل تكلفة التداول حيث يتمكن المتداول من تنفيذ أمره حتى لو كان كبيراً، بسرعة وبتكلفة أقل.

ويعد اكتشاف الأسعار هدفاً رئيساً لقواعد التداول الإلكتروني؛ لأنه يجعل السوق أكثر كفاءة من حيث قدرتها على دمج المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية في أسعارها بأقل وقت ممكن؛ مما يقلل من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها، فيقل احتمال الغبن، وتزداد ثقة المتداولين بالسوق.

ويهدف هذا البحث إلى استعراض القواعد التفصيلية لتداول الأوراق المالية إلكترونياً في ضوء المبادئ الاقتصادية الرئيسة التي تحكمها، والأحكام الفقهية التي تستند عليها. فيبدأ القسم التالي من البحث باستعراض مكونات نظام التداول الإلكتروني، والتصنيف الرئيس للمتداولين والأوامر. ويناقش البحث في القسم الثالث عدداً من القواعد التفصيلية لآلية التداول ومستنداتها في الفقه الإسلامي إن وجدت. ويختتم القسم الرابع هذا البحث ببعض الملاحظات الختامية.

٢ نظام التداول الإلكتروني

يعد نظام التداول الإلكتروني نظام اتصالات بين أطراف التداول؛ يبدأ بقبول رسائل المتداولين في شكل أوامر بيع وشراء، ويثبثها في صورة عروض وطلبات، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة، وينتهي بتسوية الصفقات المنفذة [Stoll (1992)]. وبناء عليه يمكن تقسيم نظام التداول الإلكتروني إلى أربع مكونات: نظام توجيه الأوامر، ونظام المعلومات، ونظام تنفيذ الأوامر، ونظام التسوية. فيحدد نظام

توجيه الأوامر من يحق له إدخال أمر في النظام، ونوع الأوامر المقبولة، وكيفية تجميع الأوامر في سجل الأوامر المقيدة Limit Order Book أو سجل الأوامر اختصاراً ، ومن ثم إعدادها لمرحلة التنفيذ. ويوفر نظام المعلومات وضع العروض والطلبات القائمة، وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها. وعادة ما تعرض محتويات سجل الأوامر للمتداولين في صورة عروض مرتبة تنازلياً وطلبات مرتبة تصاعدياً . وتختلف أنظمة التداول فيما بينها من حيث حجم المعلومات التي تسمح للمتداولين بالاطلاع عليها، ومن حيث سرعة نشرها. كما قد تزود بعض الأنظمة المتداول بمعلومات أخرى عن تاريخ الشركات المساهمة وبياناتها المالية وآخر الإعلانات المتعلقة بها، وربما زودت المتداول ببرامج إضافية تساعد على اتخاذ القرار المناسب. ويحدد نظام تنفيذ الأوامر الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأوامر إلى صفقات. ويجب أن تحدد هذه الآلية ما إذا كان سيتم تنفيذ الأوامر من خلال سوق نداء أم سوق مستمرة، والقواعد التي تحكم أولوية التنفيذ. وتستخدم معظم الأسواق آلية سوق النداء لافتتاح السوق أو استئنافه بعد توقف طارئ، ثم تكون سوقاً مستمرة بعد ذلك، آخذةً بأولوية السعر ثم الوقت. وعادة ما يطلب كبار المستثمرين (مثل المؤسسات المالية) آلية خاصة لتنفيذ أوامرهم التي تتصف عادةً بكميات كبيرة. ويعقب مرحلة التنفيذ مرحلة التسوية ونقل الملكية. ويمكن في النظام الإلكتروني أن تكون التسوية آنية؛ فيكون وقت التنفيذ هو وقت نقل الملكية. وفي العادة تأخذ إجراءات التسوية يوماً إلى يومين وقد تستغرق وقتاً أطول (السحبياني، ١٤٢٥هـ).

٢-١ تصنيف المتداولين والأوامر

تختلف أهداف المتداولين من التداول في السوق، وتنوع -تبعاً لذلك - أصناف الأوامر التي يرسلونها للسوق. ويمكن تقسيم المتداولين لغرض دراستنا إلى نوعين:

١. عارضو السيولة؛ وهم الذين يقومون بتوفير السيولة للسوق من خلال إرسال أوامر مقيدة Limit Order، والتي تتمثل في أوامر الشراء بسعر أقل من أفضل عرض وأوامر البيع بسعر أعلى من أفضل طلب. والأوامر المقيدة تعلن للمتداولين في السوق - من خلال نظام

المعلومات - في شكل عروض وطلبات. ولا يتم تنفيذ الأوامر المقيدة فوراً بل تنظم إلى طاوور الأوامر المنتظرة للتنفيذ. ويتم تنفيذ الأوامر المقيدة جزئياً أو كلياً عند وصول أمر سوقي.

٢. طالبو السيولة؛ وهم الذين يقومون باستهلاك السيولة بإرسال الأوامر السوقية Market Order، والتي تتمثل في أوامر الشراء بسعر أفضل عرض سائد، وأوامر البيع بسعر أفضل طلب سائد ولهذا يتم تنفيذها فوراً .

ولا خلاف في جواز البيع مع تحديد السعر من خلال الأمر المقيد، ولكن اختلف الفقهاء في جواز البيع بما ينقطع به السَّعر من غير تقدير الثَّمَن وقت العقد، وهو ما ينطبق على تعريف (الأمر السوقي) ذهب جمهور الفقهاء وهو المذهب عند الحنابلة إلى أنَّ البيع بسعر السَّوق اليوم أو بما ينقطع به السَّعر لا يصحَّ للجهالة (حاشية ابن عابدين : ٢١/٤، وحاشية الدسوقي : ١٥/٣، والمجموع للنووي : ٤٠٤/٩، وكشاف القناع للبهوتي : ١٧٤/٣، والمحلى لابن حزم : ٢٣/٩). واستثنى الحنفية إن كان المبيع لا يتفاوت فيجوز بيعه بذلك (حاشية ابن عابدين : ٢١/٤)، وذهب أحمد في رواية واختاره ابن تيمية وابن القيم إلى أنه يصح؛ لأفهاية البيع بالسَّعر أن يكون بيعه بثمان المثل فيجوز، وقد جرت عادة الناس بذلك (الإنصاف للمرداوي : ٣٠٩/٤، والعقود لابن تيمية : ٤٣١، وإعلام الموقعين لابن قيم الجوزية : ٩/٤).

وهذا الرأي الأخير وهو القول بالجواز، هو الأقرب والله أعلم، وهو الأكثر ملاءمة لوضع الأسواق المالية؛ حيث أن العروض والطلبات التي ستقابل الأوامر السوقية معروفة ومعلنة لجميع المتداولين، فلا يكون هناك جهالة في السعر خاصة في حال تضمين نظام التداول آلية لحماية الأوامر السوقية، تحولها إلى مقيدة إذا لم يمكن تنفيذ جميع كميتها وفق العرض أو الطلب السائد، كما هو معمول به في نظام (تداول) في سوق الأسهم السعودية.

ويمكن من الناحية الفقهية النظر إلى إعلان العرض من البائع أو إعلان الطلب من المشتري (من خلال أمر مقيد) على أنه إيجاب، في حين يكون القبول من المشتري الذي يختار إتمام الصفقة عند

عرض البائع أو البائع الذي يختار إتمام الصفقة عند طلب المشتري (من خلال أمر سوقي)، ويتفق هذا مع رأي الحنفية (الموسوعة الفقهية : ٢٠٢/٧).

وتحدد بنية السوق الطريقة التي يتم بها توفير السيولة. فقد تعتمد السوق كلياً على صانعي السوق الذين تمنحهم بعض الامتيازات بشرط الالتزام بتوفير السيولة عن طريق الإعلان بشكل مستمر عن عروض وطلبات. ومن أمثلة الامتيازات: الوصول إلى معلومات أفضل عن تيار الأوامر، وأولوية في التنفيذ، وحصولهم على جزء من عمولة الصفقة. وصانعو الأسواق أنواع؛ فمنهم من يحصل على حق احتكار صناعة السوق في سهم معين داخل السوق مثل المختصون Specialists في سوق نيويورك NYSE. وقد يكون دخولهم في هذه الصناعة اختيارياً فيتنافسون مع غيرهم في توفير السيولة في السوق مثل تجار الأوراق المالية Securities Dealers في سوق NASDAQ. وقد يحق لصانع السوق أن يتداول لحسابه الخاص كما هو الحال في النوعين السابقين، وقد يمنع من ذلك كما هو حال الوسطاء في سوق طوكيو. وقد تعتمد السوق كلياً على المتداولين الذين يختارون طوعاً أن يرسلوا أوامر مقيدة تولد عروضاً وطلباتٍ تزيد من السيولة المعروضة في السوق بدلاً من إرسال أوامر سوقية تستهلكها. وعادة ما تجمع هذه الأوامر فيما يسمى سجل الأوامر. وقد تتيح بعض الأسواق التنافس في عرض السيولة بين كل من صانعي الأسواق والمتداولين العاديين. وفي كل الأحوال فإن مصدر الربح الأساس لمن يوفر السيولة هو الفرق بين أفضل عرض وأفضل طلب Bid-ask Spread والذي سمي عادة بالفرق الداخلي Inside Spread أو الفرق Spread اختصاراً .

ومسألة تنظيم السوق لتحقيق المصلحة العامة للمتداولين؛ مثل منح الامتياز لمقاعد السوق لتجار معدودين، أو الترخيص للقيام بالسمسرة فيه لسماسة تتوافر فيهم شروط معينة - ويتمتعون بقدرات وإمكانات يتطلبها واقع التعامل في السوق المالية جوائز* إذا كان المراعى في ذلك المصلحة العامة وليس الخاصة، ويمكن أن يدخل ذلك في مسألة إقطاع الإفراق لمصلحة، وجواز قيام ولي الأمر بسن القواعد والأنظمة فيما يراه محققاً للمصلحة؛ إعمالاً للقاعدة الفقهية (تصرف الإمام على الرعية منوط بالمصلحة). والمصالح التي تتحقق بحصر خدمات المتاجرة والسمسرة على شركات متخصصة كثيرة،

منها: توفير السيولة، وتقليل التقلب في الأسعار، وتخفيض تكاليف إجراء الصفقات في السوق، وتسريع التداول، والمساهمة في ضبط التلاعب في تعاملات الأوراق المالية. ويجب على الجهة المنظمة المشرفة على السوق أن تضمن الامتيازات والتراخيص شروطاً تمنع من الإضرار ببقية المتداولين.

وقد صدر بذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة (يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظم تداول بعض الأسهم بأن لا يتم إلا بواسطة سماسرة مخصصين ومرخصين بذلك العمل؛ لأن هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة). (مجمع الفقه الإسلامي الدولي : قرار رقم ٦٣ (٧/١)).

وينقسم مستهلكو السيولة إلى قسمين: قسم باعثهم على التداول ما لديهم من معلومات خاصة. فهؤلاء يعلمون أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس القيمة الحقيقية لها؛ إما بسبب ما لديهم من معلومات خاصة حصلوا عليها بطريق غير نظامي، أو من الأبحاث المكلفة والتي يقوم عادة بإجرائها المحللون الماليون في السوق. ويلحظ أنه كلما زادت الصرامة في تطبيق النظم التي تحضر التداول المبني على معلومات خاصة غير نظامية، وكلما سعى المنظّمون إلى زيادة مستوى شفافية الشركات، أدى ذلك إلى تقليل أرباح الطائفة الأولى وزيادة دقة توقعات الطائفة الثانية ومن ثم تقليل التكاليف التي يتحملونها في سبيل جمع المعلومات وهو ما ينعكس أثراً حسناً على كفاءة السوق. فينخفض الفرق بين المعلومات العامة والمعلومات الخاصة، ويقل الغبن.

أما القسم الآخر من مستهلكي السيولة فباعثهم أسباب أخرى لا علاقة لها بتغير قيمة الورقة المالية، مثل الرغبة في الاستثمار في سهم معين، أو الانتقال منه إلى آخر لتعديل مستوى المخاطرة في المحفظة الاستثمارية، أو تسييل الأوراق المالية لاستخدامها في الاستهلاك ونحو ذلك من الأسباب.

وعادة ما يقوم مستهلكو السيولة بإرسال أوامر سوقية لأنهم يفضلون التداول الفوري. مع هذا يمكن تصور حالات يفضل فيها مستهلكو السيولة التحول إلى عارضين لها. فإذا كانت تكلفة التداول الفوري كبيرة (بسبب كبر حجم الفرق) لفائدة المتداول قد يرسل أمراً مقيداً داخل الفرق أملاً في أن يتم تنفيذه بتكلفة أقل.

وينبغي التنبيه إلى أن من يختار توفير السيولة بإرسال أمر مقيد للسوق قد يربح من الفرق، ولكنه أيضاً قد يخسر بسبب عدة عوامل. فعلى سبيل المثال من يختار توفير السيولة بإرسال أمر مقيد إلى أجل محدد إنما يقدم فرصة مجانية للربح لبقية المتعاملين في السوق. فلو أن الأسعار تحركت في غير صالح هذا الأمر لأصبح هذا الأمر مربحاً، ولتم تنفيذه من قبل أحد المتداولين. ويكون موفر السيولة أشد عرضة لهذا الخطر كلما صعب عليه إلغاء أمره أو تعلى سعره بسرعة. ومن حسنات نظام التداول الإلكتروني أنه يقلل من هذه المشكلة عندما يسمح للمتداول العادي أن يطلع على السوق ويعدل أسعار أوامره باستخدام شبكة اتصالات سريعة. كما يمكن لنظام التداول أن يحد من هذا الخطر بأن يسمح بقبول أوامر مبرمجة؛ كأن يعلق سعر الأمر على مؤشر السوق؛ مما يقلل من احتمال غبن موفر السيولة.

كما يواجه موفر السيولة احتمال الغبن بسبب وجود نسبة - مجهولة الهوية - من المتداولين الذين لديهم معلومات خاصة عن الورقة المالية محل التداول و كلما زادت هذه النسبة زاد غبن موفر السيولة. ويواجه موفر السيولة أيضاً احتمال عدم التنفيذ. فمثلاً، قد لا يصل أمر بيع سوقي يتقاطع مع أمر شرائه المقيد (مساوٍ له في السعر والكمية)، أو قد ترتفع الأسعار بعيداً عن سعر هذا الأمر؛ مما يضعف احتمال تنفيذ الأمر. ويعد تأخر التنفيذ مكلفاً لموفري السيولة، لأنه يزيد من تكلفة مراقبة السوق، كما يجبرهم - إن أرادوا زيادة احتمال تنفيذ أوامرهم - أن يقدموا تنازلاً في سعر أوامرهم في نهاية المطاف.

علاوة على ذلك، قد يعاني موفر السيولة مما يسمى (مشكلة الراكب المجاني)؛ حيث إن إرسال أمر مقيد يعني إفصاحاً عن معلومات يمكن لغير هذا المتداول أن يستغلها لمصلحته على حساب مصلحة مرسل الأمر. ويتعاطم خطر هذه المشكلة في حالة عدم تطبيق أولوية الوقت أو عندما يكون حجم الحد الأدنى للتغير في السعر صغيراً كما سيأتي تفصيله. وترتبط هذه المشكلة بمشكلة أخرى تسمى بالأوامر الاستباقية front-running؛ أي سبق الغير في الاستفادة مما لدى المتداول الأصيل من معلومات قبل أن تصل إلى السوق. وتزداد حدة هذه المشكلة كلما زاد عدد السماسرة الذين يمر عليهم الأمر قبل الوصول إلى السوق. وتشبه هذه المشكلة إلى حد كبير تلقي الركبان وهو الخروج من البلد التي يجلب إليها القوات

لملاقاتة أصحابة القادمين لبيعه وشراثة منهم قبل أن يبلغوا به السوق (حماد : ١٠٧). ووجه الشبه أن شراء ما مع الركبان قبل وصولهم إلى السوق والاطلاع على الأسعار ، يماثل سبق الغير إلى السوق قبل الاطلاع على الأسعار، والحصول على معلومات كافية عن وضع السوق. وقد يستغل متلقي الركبان جهلهم دون أن يتخذ معهم شيئاً من أساليب الخداع، ولكنه قد يتعدى ذلك ويخبرهم بكساد ما معهم ليشتري منه سلعته بغبن، وهنا يدخل فعلة في التغير. وصدور مثل هذه التصرفات يدل على الحكمة من النهي عن تلقي الركبان.

وبسبب هذه العوامل فإن عارض السيولة - سواء تمثل في صانع سوق أم غيره - يحتاج إلى حوافز و ضمانات من أجل تقديم التزامات ثابتة بتوفيرها. ولكن هذه الحوافز تكون عادة مكلفة لمن يستهلك السيولة. فلا بد للمنظم أن يوازن بين مصالح المتداولين لتحقيق أكبر سيولة بأقل تكلفة ممكنة.

٣ قواعد التداول

نستعرض فيما يلي عددا من القواعد التفصيلية التي تحدد طبيعة آلية التداول الإلكتروني في السوق ومستندها الفقهي، ويجب التنبيه ابتداءً - أن هناك تداخلاً بين هذه الأنظمة حيث أن نجاح أحدها في تحقيق هدف معين يعتمد على أسلوب صياغة قواعد التداول الأخرى.

٣-١ الحد الأدنى للتغير في السعر

يوجد في العديد من الأسواق المالية العالمية حد أدنى للتغير في السعر . وقد يكون هذا الحد ثابتاً أو مختلفاً حسب الشريحة التي ينتمي إليها سعر الورقة المالية؛ فعلى سبيل المثال يساوي هذا الحد في سوق باريس ٠.٠١ فرنك إذا كان السعر أقل من ٥ فرنكات، و ٠.٠٥ فرنك إذا كان السعر بين ٥ و ١٠٠ فرنك، و ٠.١ فرنك إذا كان السعر بين ١٠٠ و ٥٠٠ فرنك، و فرنك واحد إذا كان السعر أعلى من

٥٠٠ فرنك (Biais, B., P. Hillion and C. Spatt (1995)). ويمثل حجم الحد الأدنى للتغير في السعر الحد الأدنى للفرق.

ومن مزايا الحد الأدنى للتغير في السعر أنه يقلل من احتمال الخطأ خاصة في الأسواق المالية التي تكثر فيها الصفقات؛ حيث إنه يقلل من عدد الأسعار الممكنة لحدوث أي صفقة فيجعل المتداولين يركزون على عدد أقل من الاحتمالات. وهو كذلك ضروري لتشجيع موفري السيولة على إرسال أوامرهم المقيدة إلى السوق. فإذا كان مقدار هذا الحد كبيراً، كان حافز موفري السيولة أكبر لصناعة السوق؛ لأنه يعظم أرباحهم المتمثلة بصفة رئيسة في الفرق، ولأنه يعطي من يبادر لتوفير السيولة - في ظل أولوية السعر والوقت - فرصة أولوية في التنفيذ يصعب على غيره نيلها إلا بتنازل كبير، وهو ما يعد حافزاً لمن يبادر بعرض السيولة. فلو تصورنا أن حجم الحد الأدنى للتغير في السعر يساوي ٠.١ ريال (هللة واحدة)، فلا يكون لأولوية الوقت أهمية تذكر، حيث يصبح بإمكان أي متداول أن يحصل على أولوية في التنفيذ بتكلفة زهيدة جداً. ولكن كبر حجم هذا الحد الأدنى يزيد من التكلفة التي يتحملها المستهلكو السيولة، حيث يؤدي إلى كبر الفرق، مما يقلل من حافزهم على التداول وبالتالي توفير السيولة للسوق. وهكذا يتضح أن تحديد مقدار هذا الحد مسألة مهمة لأن زيادته تكون لصالح موفري السيولة وضد مصلحة من يستهلكونها والعكس صحيح. ومن ثم فإن اختيار الحجم الأمثل لحجم هذا الحد يتطلب موازنة مصالح هاتين الطائفتين من المتداولين.

ويدخل وضع حد أدنى للسعر تحت مفهوم التسعير لدى الفقهاء، مع التأكيد على أن التسعير المقصود هنا هو تسعير الحد الأدنى للتغير في ثمن الورقة المالية وليس تسعير الورقة المالية نفسها. والأصل عدم جواز التسعير، إلا إذا كان هناك حاجة عامة إليه، وكانت الحاجة لا تندفع إلا بالتسعير، فيكون جائزاً حينئذ. يقول الشيخ محمد بن إبراهيم رحمه الله: "والذي يظهر لنا، وتطمئن إليه نفوسنا ما ذكره شيخ الإسلام، وتلميذه ابن القيم: من التسعير ما هو ظلم، ومنه ما هو عدل جائز.... فالتسعير جائز بشرطين: أحدهما: أن يكون التسعير فيما حاجته عامة لجميع الناس. والثاني: ألا يكون سبب الغلاء قلة

العرض أو كثرة الطلب. فمتى تحقق الشرطان كان عدلاً وضرباً من ضروب الرعاية العامة للأمر.."
(مجموعة فتاوى ورسائل الشيخ : ٧٠/٧).

ويجوز تحديد حد أدنى للتغير في السعر؛ لما فيه من المصلحة وعدم المضرة، ولكن إذا ترتب عليه إضرار ببقية المتعاملين فإنه يكون غير جائز (السليمان : ٥٧٧/١)، وذلك بأن يكون كبيراً جداً أو صغيراً جداً، حيث تكون زيادته لصالح فئة من المتعاملين على حساب أخرى، وقد تؤدي إلى ضعف سيولة السوق، وزيادة الفارق بين أسعار الأوراق المالية وقيمتها. ولهذا يجب أن تحرص الجهة المشرفة على تنظيم السوق على اختيار الحد الأدنى التوازني الذي يحقق أكبر مصلحة للسوق ويرضي جميع الأطراف.

وهناك مسألة مهمة على منظمي السوق أخذها في الاعتبار إذا اختاروا حجماً ثابتاً للحد الأدنى للتغير في السعر وهي أنهم قد يتحكمون بالحجم المطلق لهذا الحد بالنسبة للسوق ككل ولكن ليس بوسعهم التحكم في الحجم النسبي له (الحجم المطلق مقسوماً على سعر السهم) بالنسبة لكل سهم وهو المتغير الأهم. فعندما تقوم الشركة المساهمة بتجزئة أسهمها ينخفض سعر الورقة المالية ومن ثم يرتفع حجم الحد النسبي للتغير في السعر بالنسبة لهذه الورقة المالية. فإن أراد المنظم أن يتحكم بالحجم النسبي فعليه أن يعتمد أحجاماً مختلفة للحد تتزايد بتزايد شريحة الأسعار التي ينتمي إليها سعر الورقة المالية.

٣-٢ النداء أو الاستمرار

في سوق النداء Call Market يتم تجميع أوامر البيع والشراء الخاصة بسهم معين ليتم مقابلتها آنياً عند وقت واحد. وهي تولد في الغالب سعراً واحداً يعظم كمية الأوراق المالية المتبادلة بين البائعين والمشتريين. وتعد سوق النداء أفضل آلية لافتتاح التداول أو استئنافه بعد توقف عارض لأن الأوامر تكون قد تراكمت مع مرور الوقت؛ مما يحتم تنفيذها في وقت واحد عند سعر عادل.

ويوضح المثال التالي المشتق من (Domowitz and Madhavan 1998) كيفية عمل هذه الآلية. نفترض أن وضع سجل الأوامر بعد إرسال جميع الأوامر وقبل التنفيذ كما هو موضح في الجدول التالي:

عدد الأوراق المالية المتداولة	عدد الأوراق المالية المعروضة إجمالاً**	عدد الأوراق المالية المعروضة	عدد الأوراق المالية المطلوبة إجمالاً*	عدد الأوراق المالية المطلوبة	السعر
٤	١١٠	٥٠	٤	٤	٥٠
١٠	٦٠	٣٠	١٠	٦	٤٠
٢٠	٣٠	١٥	٢٠	١٠	٣٠
١٥	١٥	٥	٦٠	٤٠	٢٠
١٠	١٠	١٠	٩٠	٣٠	١٠

* تمثل الأرقام في هذا العمود عدد الأوامر المطلوبة عند السعر المقابل والأسعار الأفضل (الأعلى في حالة الشراء).

** تمثل الأرقام في هذا العمود عدد الأوامر المعروضة عند السعر المقابل والأسعار الأفضل (الأدنى في حالة البيع).

وكما يلحظ من هذا الجدول، يوجد فائض طلب عند الأسعار ١٠ و ٢٠، وفائض عرض عند الأسعار الأخرى. ومن الواضح أن سعر النداء الذي يعظم عدد الأوراق المالية المتداولة هو ٣٠ حيث يتم تداول ٢٠ سهماً عند هذا السعر. ولكن عند هذا السعر يوجد فائض في العرض مما يحتم استخدام قواعد معينة لأولوية التنفيذ. فإن كانت الأولوية للسعر، فإن الورقة المالية المعروضة عند أسعار ١٠ و ٢٠ (وعدها ١٥) يجب أن تنفذ قبل الأوامر المعروضة عند الأسعار الأخرى. بينما تنفذ ٥ من الأوراق المالية المعروضة عند سعر ٣٠ (وعدها ١٥) حسب قواعد الأولوية المعمول بها في السوق.

وفي السوق المستمرة Continuous Market يمكن أن تحدث الصفقة في أي لحظة خلال وقت التداول عندما تتقاطع الأوامر السوقية مع الأوامر المقيدة الموجودة في سجل الأوامر. وتناسب هذه السوق الأوراق المالية الأكثر نشاطاً لأنها تتطلب حجماً أكبر من الأوامر لتعمل بكفاءة. وتتميز هذه السوق عن سوق النداء بالفورية والشفافية. فهي تتيح التنفيذ الفوري للمتداولين في أي وقت خلال وقت التداول، بينما لا يمكن ذلك في سوق النداء إلا مرات معدودة في اليوم. كما أن معلومات المتداولين تكون أفضل عن وضع السوق في السوق المستمرة. ففي ظل هذه السوق يعلم المتداولون

تفاصيل العروض والطلبات السائدة ومعلومات كل صفقة على حدة (السعر، الوقت، الكمية)، حسب درجة الشفافية التي تحددها كل سوق، في حين يعلمون فقط ماذا حدث - في المتوسط - إذا تم تنفيذ الصفقات من خلال سوق نداء. لأن السعر يكون واحداً لعدد كبير من الصفقات التي نتجت عن تقاطع أوامر متفاوت فيما بينها في أسعارها.

ولكن لسوق النداء مزاياها التي تتفوق فيها على السوق المستمرة. فاحتمال الغبن أقل كما أوضح ذلك (Harris 1990). فعندما يتداول الجميع في أوقات متقطعة لا يتسنى لمن لديه معلومات خاصة أن يستريح منها فور حصوله عليها، بل يتحتم عليه أن ينتظر حتى يأتي موعد النداء. وفي الغالب أن تتحول معلوماته الخاصة إلى عامة قبل ذلك الموعد. ومن مزاياها أن جميع الصفقات فيه تكون عند سعر واحد يعكس الطلب الكلي والعرض الكلي للسهم، ومن ثم لا يهتم المتداول الذي لا يحسن التداول فيما إذا كان السعر الذي يحدده للبيع أو الشراء يعكس المعلومات الحالية عن الورقة المالية، حيث تمكنه هذه السوق من الاعتماد على من هو أعلم منه لتحديد سعر عادل قد يكون أفضل من سعره.

ومن مزاياها أيضاً أنها تناسب الأوراق المالية الأقل نشاطاً، فسيولة هذه الأوراق المالية أقل من غيرها، كما أنها عرضة للتداول المبني على معلومات خاصة أكثر من الأوراق المالية النشطة، ومن ثم يؤدي استخدام سوق النداء لتنفيذ صفقات الأوراق المالية الأقل نشاطاً إلى زيادة سيولة هذه الأوراق المالية وقت التداول حيث يتم تجميع الأوامر في وقت واحد، كما أنها تقلل من درجة المخاطرة التي يواجهها موفرو السيولة في سوق هذه الأوراق المالية والتي تنتج عن مشكلة الاختيار المعاكس. أخيراً، فإن قيمة الخيار المجاني الذي يقدمه المتداول تساوي الصفر تقريباً لأن مدته تكون لحظة النداء فقط، كما أن اختفاء هذه الأوامر عن أنظار المتداولين يمنع المقلدين من استغلال المعلومات التي يفصح عنها المتداول الأصيل. ويتوقع لهذه السوق أن تلعب - بعد تحسینها دوراً فاعلاً في سوق الأوامر الكبيرة التي ترسل من المؤسسات المالية كما سيأتي بيانه لاحقاً .

ولحل مشكلة الفورية وزيادة شفافية سوق النداء تلجأ بعض الأسواق إلى زيادة عدد مرات النداء في اليوم وإلى وضع مؤشرات - عن السعر والكمية المتوقع تنفيذها - يراها المتداولون قبل النداء مشتقة من أسعار وكميات الأوامر التي ترسل للنداء. وقد طبقت سوق باريس حديثاً آلية مشابهة لهذه. وهي في الواقع أشبه صور تحديد الأسعار المشهورة في علم الاقتصاد والمعروفة بآلية والراس. غير أن استخدام هذه المؤشرات بدون قيود يجعل من سوق النداء وسيلة في يد المتلاعبين. فإمكانية إرسال أمر أو إلغائه قبل ثوان من حساب السعر النهائي يمكن المتلاعبين من التأثير على هذا السعر لصالحهم على حساب المتداولين الجادين. فعلى سبيل المثال قد يقوم مشتر بإرسال أمر بيع كبير من أجل استدراج غيره لإرسال أوامر بيع، فان حصل ذلك قام بإلغاء أمره في آخر لحظة وأرسل بدلا منه أمر شراء وهو ما يجعله يحصل على سعر أفضل مما لو لم يقم بهذه الخدعة. ومن القيود التي يمكن أن تقلل من التلاعب اشتراط جزاء يزيد كلما قل الفرق بين إرسال الأمر أو إلغائه ووقت حساب السعر بواسطة سوق النداء. وقد يتطلب الأمر منع إلغاء أي أمر يرسل للسوق قبل النداء.

وبالنظر لطرق تحديد السعر في الفقه، نجد الفقهاء يقسمونها إلى عدة طرق هي: المساومة، والمزايدة (ومثلها المناقصة) وبيع الأمانة، وهو التقسيم المشهور عند الفقهاء لطرق تحديد الأثمان. وقد يكون لكل طريقة أكثر من صورة، كما يمكن اشتقاق صور جديدة مهجنة من هذه الطرق. ونعرض فيما يلي لأبرز هذه الطرق:

المساومة: وهي طريقة شائعة لتحديد الثمن. والتساوم بين اثنين: أن يعرض البائع سلعته بثمن ما، و يطلبها المشتري بثمن دونه. ففيه سوم للبائع وسوم للمشتري أدنى منه (حماد، ص ٢٤٧). ويقصد بسوم البائع: الثمن الذي يذكره البائع عند عرض المبيع للبيع، ويقصد بسوم المشتري: الثمن الذي يذكره المشتري عند طلب شراء المبيع. ويمكن أن تقع المساومة بين مجموعة من البائعين، وأخرى من المشتريين. والصورة الشائعة للمساومة هي أن يبدأ أحد الطرفين بسوم فيقبله الطرف الآخر أو يرفضه وييدي سومه وتستمر العملية حتى يتفقا على سعر معين أو يفترقا دون اتفاق. والمتساومان يكون لديهما في العادة تصور عن قيمة المبيع، وبافتراض رشدهما وتساوي معلوماتهما لا بد أن تكون القيمة بين سوميهما.

والطرف الأحمق للتعامل (الأقل صبرا) هو الطرف الذي ينشئ الصفقة، فإن كان الأحمق المشتري فإنه ينشئ التعاقد بارتقائه إلى عرض البائع وقبوله به، وإن كان البائع هو الأحمق قبل ونزل إلى طلب المشتري. ومدى الحاجة تحكمه عوامل أخرى تتعلق بالقيمة مثل استئثار أحد المتعاملين بمعلومات جديدة حول المبيع، أو لا تتعلق بالقيمة كحاجة البائع التاجر إلى السيولة النقدية للوفاء بالتزاماته الحالية، أو قصر الوقت المتاح للتسوق بالنسبة للمشتري، أو اضطرار المشتري إلى إنشاء العقد بسبب احتكار أو ضرورة، أو مجرد ثقة المشتري بعدالة السعر السائد كما في حالة المسترسل الذي يختار طوعا أن ينشئ الصفقة عند سوم الطرف الآخر.

المزايدة: وهي تكون بين بائع ومجموعة من المشتريين. والفرق بينها وبين المساومة أن المساومة تكون بين طرفين. أما في المزايدة فسوم من طرف واحد (مجموعة من المشتريين). وفيهما لا يفصح البائع عن سومه - إما لأنه لا يستطيع تحديد قيمة المبيع بدقة أو رغبة في حصوله على أفضل سعر - بل يترك المشتريين يتنافسون في سوماها. وتماثل المناقصة المزايدة، ولكنها تكون بين مشتري ومجموعة من البائعين.

بيوع الأمانة: وهي التي يحدّ فيها الثمن بمثل رأس المال، أو أزيد، أو أنقص. وسمّيت ببيوع الأمانة؛ لأنه يؤتمن فيها البائع في إخباره برأس المال، وهي ثلاثة أنواع: بيع المراجعة والوضيعة (أو الخطيطة) والتولية. ففي المراجعة يحدّ الثمن بزيادة على رأس المال، وفي الوضيعة يحدّ الثمن بنقص عن رأس المال. أما بيع التولية فيكون فيه رأس المال نفسه ثمناً بلا ربح ولا خسارة (الموسوعة الفقهية : ٤٨/٩ - ٥٠، والمغني : ٢٦٦/٦ - ٢٧٥). ويمكن النظر إلى بيوع الأمانة - كما سيأتي - باعتبارها مساومة على نسبة الربح. ويلحق الفقهاء ببيوع الأمانة بيع الإشارك وهو بيع بعض المبيع ببعض الثمن، وبيع المسترسل (الروض المربع للبهوتي : ٤/٤٥٨، وأحكام عقد البيع للمحاجي : ٤٧).

وبالمقارنة نجد أن جميع طرق تحديد الثمن التي تتبعها الأسواق المالية هي أشكال متنوعة من المزايدة التي يرى جمهور الفقهاء جوازها. فالأسواق المالية تعمل في الواقع مزايدة مزدوجة (مزايدة من المشتريين ومناقصة من البائعين في آن واحد) لاكتشاف أفضل الأسعار. فالمشترون يزيدون في السعر

بعضهم على بعض، والبائعون ينقصون في السعر بعضهم دون بعض. والفرق بين سوق النداء والسوق المستمرة هو في السرية التي تسبق إعلان سعر الافتتاح.

ونؤكد هنا إلى أن تبني السوق لطريقة معينة في تحديد السعر لا يدخل ضمن التسعير بالمفهوم الفقهي، بل تحت مفهوم اكتشاف أفضل الأسعار بالمفهوم الاقتصادي؛ لأنها طرق مصممة للتوصل للأسعار التي تعكس حالة الطلب والعرض السائدين في السوق.

٣-٣ أولويات التنفيذ

أولويات لتنفيذ تحدد من الذي يستحق أن ينفذ أمره المقيد أولاً من بين موفري السيولة. وتعد أولويات التنفيذ من أهم ما يؤثر على مدى تقديم المتداولين للالتزامات ثابتة بتوفير السيولة. وبصفة عامة، يجب أن تعطى الأولوية لمن يقدمون أقوى الالتزامات وهم أولئك الذين يعرضون أفضل الأسعار، في أسرع وقت، ويرغبون في الإعلان عن هويتهم، ولهذا تتبع معظم الأسواق أولوية السعر ثم الوقت.

ومن الطبيعي أن يحصل الأمر ذو السعر الأفضل على أولوية. أما أولوية الوقت فالهدف منها حماية وتشجيع من يبادر إلى توفير السيولة. فحيث إن قرار إرسال الأمر المقيد ينطوي على مخاطر من جانب هذا المتداول الأصيل الذي اختار توفير السيولة، فإن أولوية الوقت تكافأه بوضعه في موقع أفضل ممن قد يقلده في تصرفه بدون أن يتحمل تكلفة جمع المعلومات التي أدت إلى اتخاذ هذا القرار. ولكن هذا المقلد قد يسبقه في الأولوية بتقديم سعر أفضل من سعره. وتعتمد التكلفة التي سوف يتحملها المقلد على مقدار الحد الأدنى للتغير في السعر كما سبق بيانه. ومن ثم يؤدي الحد الأدنى للتغير في السعر مع أولوية الوقت دوراً مهماً في حفز السيولة. فلو كان هذا الحجم صغيراً فإن أي متداول يمكن أن يحصل على أولوية في التنفيذ بمجرد تغيير صغير في السعر. فلا يكون لأولوية من يسبق غيره في توفير السيولة ميزة ما لم يكن حجم الحد الأدنى لتغير السعر كافياً لحمايته. وكلما كبر حجم الحد الأدنى للتغير في

السعر زادت تكلفة الحصول على أسبقية في التنفيذ؛ مما يحد من التقليد ويزيد من حافز الموفر الأصلي لتقديم السيولة.

ومن الأولويات التي يمكن أن تشجع على توفير السيولة إعطاء الأمر الأكثر شفافية أولوية على الأمر الأقل شفافية. ويتطلب هذا بالطبع أن يكون بمستطاع المتداول أن يتحكم بمقدار المعلومات التي يحق له أن يفصح عنها. فبناء على هذه الأولوية يعطى المتداول الذي يفصح عن حجم أمره وهويته أولوية على من يفصح عن حجم الأمر فقط. ومن يفصح عن حجم الأمر فقط يحظى بأولوية على من يخفي حجم الأمر. ويسمى المتداول الذي يفصح عن جميع تفاصيل الأمر بالمتداول تحت أشعة الشمس Sunshine trader. وبالرغم من أن مثل هذا المتداول يكون أكثر عرضة للمخاطر التي ذكرناها في المقدمة إلا أنه قد يقلل من أثر أمره - خاصة إذا كان كبيراً - على توقعات المتداولين الآخرين إذا استطاع أن يقنعهم أنه لا يتداول بناء على معلومات خاصة. وقد أثبتت كثير من الدراسات النظرية والإحصائية أن لحجم الأمر تأثيراً على توقعات السوق ومن ثم الأسعار. والسبب في هذا أن من يملك معلومات خاصة يسعى لتحقيق أكبر فائدة منها قبل أن تصبح عامة؛ مما يدفعه لإرسال كميات أكبر إلى السوق في أسرع وقت ممكن. فلا غرابة في ظل هذه الحقيقة أن يرتاب المتداولون بمنشأ الأوامر الكبيرة، فيسارعون بعد وصول أي أمر كبير إلى السوق إلى تعديل توقعاتهم ومن ثم عروضهم وطلباتهم، بغض النظر عن السبب الحقيقي وراء هذه الصفقة.

ويمكن لنظام التداول أن يعين المتداول الذي لا يتداول بناء على معلومات خاصة على إقناع السوق بأنه كذلك من خلال إعطائه الخيار للإفصاح عن هويته. فهذا الخيار يمكنه مع مرور الوقت من بناء سمعة حسنة كمتداول مختص بتوفير السيولة، ومن ثم يتقبل السوق أي أمر يرسله على هذا الأساس ولا يرتاب أنه أتى ممن لديه معلومات خاصة. ويرى (Harris 1996) أن الإفصاح عن الأوامر يجذب مستهلكي السيولة، ولكنه يجعل عارضيهما أكثر عرضة للمخاطر، ومن ثم يرى إعطاء الإفصاح أولوية ثانوية - بعد السعر وقبل أولوية الوقت - من أجل حث موفري السيولة على الإفصاح. فمن يعلن عن

أمره يحصل على أولوية في التنفيذ على من سبقه وأخفى أمره، ومن يعلن عن بعض حجم أمره تكون الأولوية لذلك الجزء فقط.

ويمكن للمتداول الذي يختار الإفصاح أن يقلل من المخاطر التي يواجهها بأكثر من طريقة؛ فبدلاً من إرسال جميع الأمر إلى السوق يرسله على دفعات أصغر حجماً، أو يرسله دفعة واحدة ولكن يعلن عن جزء منه، وكلما نفذ الجزء المعلن أعلن عن جزء آخر وهكذا. وتسمح بعض آليات التداول - مثل نظام CAC في سوق باريس - بإخفاء جزء من أمر المتداول بشرط أن لا تقل الكمية المعلنة عن حد أدنى، فإذا تم تنفيذ هذه الكمية كلياً، قام النظام بشكل آلي بالإعلان عن جزء مساوٍ للكمية المنفذة لبقية المتداولين. وتستمر عملية الإفصاح التدريجي حتى يتم تنفيذ كامل الأمر. والطريقة الأخرى أن يقوم المتداول بإلغاء أمره بشكل متكرر. فمثل هذه الاستراتيجية تجعل من الصعب على من يحاول الاستفادة من معلومات الأمر التعرف على نية المتداول. ولكن هذه الاستراتيجية قد تستخدم من بعض المتلاعبين في سوق النداء كما أشرنا في (٣-٢).

وفيما يتعلق بحجم الأمر يرى Harris (1991) أن تعطى الأوامر الكبيرة أولوية في التنفيذ لتشجيع المتداولين المختصين في مثل هذه الأوامر في السوق العلوية Upstairs Market على القيام بمهمتهم القيِّمة والمتمثلة في التأكد من أن هذه الأوامر لم تنشأ بسبب معلومات خاصة. ولكن إعطاء الأولوية للحجم الأكبر القادم من هؤلاء المتداولين قد يقلل من حافز صغار المتداولين لتوفير السيولة. ولحل هذه المعضلة يرى أن قاعدة أولوية الحجم يجب أن تلزم المتداولين بالصفقات الكبيرة بتنفيذ كل الأوامر المقيدة المعلنة (دون المخفية) لصغار المتداولين في السوق إذا كان سعرها مساوياً أو أحسن من سعر الصفقة.

وتدل أحكام البيع بطريقة المزايدة بشكل واضح على مراعاة أولوية السعر؛ لأن الهدف منها منفعة البائع بالبيع بأعلى سعر ممكن خلال مدة محددة.

ومن حيث أولوية الوقت، نجد بعض الأحكام الفقهية التي تعطي امتيازاً للعائد مجرد سبقه لغيره في التواجد في السوق. ويمكن أن يتضح ذلك من خلال الاستدلال بالنهاي عن بيع المرء على بيع أخيه،

ففي هذا الدليل مراعاة من يسبق غيره، وإعطاؤه حق الأولوية على غيره في البيع، بل ومنع غيره من مزاحمته ومحاولة اقتناص البيعة منه، فالمبادر بالشراء أو السوم مع ظهور ما يدل على رضى البائع، يكون له أولوية على من يتراخى في ذلك.

٣-٤ درجة الشفافية

تعد آلية التداول أكثر شفافية إن كانت هناك معلومات متاحة أكثر عن الأوامر (العروض والطلبات باختلاف درجة أفضليتها)، وحجمها، ومدتها، وهوية مرسل هذه الأوامر، وعن الصفقات السابقة. وتختلف آليات التداول فيما يتعلق بالشفافية. فقد تسمح بعضها بأن يرى المتداولون معلومات كل أمر على حدة، أو معلومات كلية عن عدد الأوراق المالية المعروضة عند الأسعار المختلفة وإن علت، وعدد الأوراق المالية المطلوبة عند الأسعار المختلفة وإن نزلت، في حين تسمح أخرى برؤية أفضل عرض وطلب أو أفضل عرضين وطلبين فقط. وبعض الآليات قد تعرض سعر الأمر دون حجمه، أو تلزم المتداول بالإعلان عن حجمه، أو تترك له الخيار في ذلك. وكذلك الأمر بالنسبة لهويته. وفيما يتعلق بالصفقات السابقة تختلف آليات التداول كذلك في مقدار المعلومات التي تعلن ووقت إعلانها.

وتعد الشفافية مهمة لأنها تؤثر بشكل مباشر على توقعات ومن ثم استراتيجية كل متداول. فمزيد من الشفافية يزيد من حجم المعلومات المتاحة للمتداولين؛ مما يسهل من صياغة توقعات أدق وبالتالي استراتيجية أفضل. والشفافية كذلك تجذب مزيداً من تيار الأوامر نحو السوق حيث يفضل بعض المتداولين التداول فقط في السوق التي تعلن عن العروض والطلبات السائدة. ومن الطبيعي أن يفضل المتداول الذي لديه معلومات خاصة أن يكون مجهول الهوية بالنسبة لبقية المتداولين لكي يعظم من أرباحه على حسابهم. ولهذا يعتقد الكثير من الباحثين أن مقداراً أكبر من الشفافية يسهل من اكتشاف من يتداول بناء على معلومات خاصة لبقية المتداولين؛ مما يؤدي إلى تقليل فرص تحقيق ربح على حسابهم. وكما أشرنا أعلاه فإن الشفافية فيما يتعلق بهوية المتداول تساعد من يختار توفير السيولة تطوعاً على بناء سمعة جيدة كصانع سوق.

من جهة أخرى قد يؤدي مزيداً من الشفافية إلى تعاظم الأخطار التي يواجهها موفر السيولة. ولتفادي مسألة التعارض المعقدة التي تواجهها الجهة المشرفة على السوق بين الإفصاح والسيولة قد يكون الحل الأمثل ترك مسألة الإفصاح من عدمه بالنسبة لكل أمر للمتداول نفسه، على أن يكون للأوامر المعلنة أولوية على المخفية.

ويلحظ أن الأحكام الفقهية عموماً تعطي أولوية كبيرة لهذه المسألة، ويؤكد الزرقا (المدخل الفقهي ١/٤٥٩-٤٧٢) إلى أن من أهم قواعد التبادل الشرعية وجوب التراضي المبني على علم ينفي عن المبيع والتمن الجهالة والغرر. وهذا يؤكد بلا شك أهمية الإعلان عن أفضل العروض والطلبات وأسعار أحدث الصفقات، ولكن لا يلزم منه الإعلان عن بقية العروض والطلبات التي تأتي في المراتب الثانية وما بعدها من حيث الأفضلية، مما يترك مسألة الشفافية الزائدة عن الإعلان عن أفضل العروض والطلبات ضمن السياسات الواقعة ضمن نطاق المصلحة المرسله. و المصالح المرسله هي: الأوصاف التي تلائم مقاصد الشريعة ولكن لم يشهد لها دليل معين من الشرع بالاعتبار والإلغاء، ويحصل من ربط الحكم بما جلب مصلحة أو دفع مفسدة (الشاطبي: الموافقات ٢/٤، والاعتصام: ٣٥١، مجموع فتاوى ابن تيمية: ٣٤٢/١١).

٣-٥ تنفيذ الأوامر الكبيرة

مع توسع الاستثمار المؤسسي في الأسواق المالية من قبل صناديق المعاش والتأمين وصناديق الاستثمار المشتركة أصبحت الصفقات كبيرة الحجم تشكل تحدياً لنظام التداول الإلكتروني. والسبب في ذلك أن الأوامر الكبيرة التي ترسل من هذه المؤسسات سواء كانت مبنية على معلومات خاصة أو لأسباب أخرى (مثل تعديل درجة مخاطر المحافظ التي تديرها) تجعل السوق ترتاب بأن هناك معلومات خاصة دفعت هذا المتداول لإرسال هذا الأمر. وهذا يؤدي إلى أن تتجه الأسعار في غير صالح المؤسسات المالية كما تؤدي إلى حدوث تقلبات غير مبررة في الأسعار. وحيث أن مزيداً من الميكنة قد يجد من التفاوض المباشر بين هذه المؤسسات، يفضل البعض إجراء مثل هذه الصفقات الكبيرة خارج

النظام من أجل تقليل أثرها السلبي على السوق. وفي ظل عدم وجود هذه الإمكانيات فإن أفضل طريقة يمكن للمؤسسات المالية اتباعها من أجل التقليل من الأثر العكسي لأوامرها الكبيرة أن تقوم بتجزئتها، أو تجعل بعضها مخفياً إذا كان النظام يسمح بذلك.

وقد جددت مؤخراً آليات سوق نداء محسنة يمكن أن تتداول مع الأوامر الكبيرة بكفاءة أفضل. فبدلاً من أن يقوم المتداول بإرسال أمر بحجم محدد ومقيد بسعر واحد، تمكن هذه الآليات المحسنة المتداول من إرسال معلومات إضافية يؤخذ بها عند تحديد الصفقات النهائية. فمن هذه الآليات ما يسمح للمتداول بإرسال جدول طلبه أو عرضه (سلسلة من الكميات والأسعار محددات) درجة رضاه عن كل توليفة. وتتراوح درجة الرضى بين صفر وواحد. وعند وقت النداء يتم اختيار الكميات والأسعار التي تعظم رضى جميع المتداولين. ففي هذا النداء - خلافاً لسوق النداء التقليدي - لا يكون الهدف تعظيم الكمية بل تعظيم منفعة الجميع، كما يمكن أن يولد صفقات عند أسعار مختلفة بدلاً من سعر واحد. وبسبب تعدد الرسائل التي ترسل لهذه السوق فإن قواعد أولوية تنفيذ الأوامر تحتل أهمية أكبر عند تحديد أسعار وكميات الصفقات. وقد اخترعت هذه الآلية شركة OptiMark وطبقت في سوق Pacific Stock Exchange وسوق NASDAQ. ومن الآليات الأخرى ما يسمح للمتداول بإرسال سلة من الأوامر المتعلقة بأكثر من سهم ويعلق تنفيذها على قيود معينة تمثل هدف المتداول من إرسال هذه السلة؛، هذه الآلية مطبقة في نظام Posit 4 للمتداول المعمول به في شركة السمسرة ITG.

ويظهر من هذا العرض أن تنفيذ الأوامر الكبيرة يتم من خلال سمسرة ولكن بشروط تختلف عادة عن قواعد التداول السائدة في السوق، ولهذا ينطبق عليها أحكام السمسرة، خاصة إذا كانت أنظمة السوق تسمح به لتحقيق مصالح عامة معتبرة.

٦-٣ هيكل العمولة

يتطلب مقابلة البائعين مع المشترين وتنفيذ الصفقات وتسويتها استثماراً من قبل السوق والسمسرة وشركات التسوية في تقنية الاتصالات والموارد البشرية التي تقوم بتشغيلها وصيانتها. ومن الطبيعي أن يتحمل المستفيدون من الخدمات هذه التكلفة في شكل نسبة عمولة يحددها هيكل العمولة

المفروض على أطراف الصفقات. ويمكن تصميم هيكل العمولة لتحقيق أهداف معينة يبتغيها المنظم. فمثلاً قد تجعل نسبة العمولة متناقصة مع حجم الأوراق المالية المنفذة مما يحفز التداول على إرسال أوامر بكميات أكبر. كما يمكن تصميمه ليشجع من يقوم تطوعاً بتوفير السيولة، وذلك من خلال تحميل الطرف الذي وفر السيولة نسبة عمولة أقل. فبالنسبة لكل صفقة، يتحمل المتداول الذي وفر لها السيولة بإرسال أمر مقيد نسبة أقل ممن استهلكها بإرسال أمر سوقي. وسوف يزداد الحافز على توفير السيولة فيما لو ربطت نسبة العمولة التي يتحملها موفر السيولة طردياً بحجم الفرق بين سعر الأمر المقيد وأفضل سعر من الجهة الأخرى للسوق وعكسياً بكمية الأوراق المالية التي يعرضها أو يطلبها.

وتدخل هذه العمولة من الناحية الفقهية ضمن أجرة السمسرة التي اتفق الفقهاء في الجملة على جواز أخذ الأجرة عليها في البيع والشراء، سواء كانت في شكل مبلغ محدد أو نسبة مئوية من قيمة الصفقة (الأطرم : ٦٧). ويدخل تحديد هيكل العمولة من قبل الجهة المشرفة على السوق في حكم التسعير. مع ملاحظة أن التسعير هنا هو تسعير خدمة السمسرة، وليس تسعير الأسهم وغيرها من الأوراق المالية، كما أن التسعير في حالة الأوراق المالية يعكس التكاليف التي يتحملها مشغل السوق، وشركات التسوية، والسماسرة.

وخلاصة القول في التسعير – كما أشير إليه فيما تقدم – أنه لا يجوز في الأصل، إلا إذا كان هناك حاجة عامة للسلعة أو الخدمة محل التسعير، ويجب أن يكون حينئذ تسعيراً عادلاً.

وفي حالة خدمة السمسرة في الأسواق المالية نجد أن معيار الحاجة العامة لخدمة السمسرة يعتمد إلى حد كبير على مدى المنافسة في تقديمها. فإذا كانت المنافسة هي السائدة تنتفي الحاجة للتسعير، في حين أن حكر تشغيل السوق، والتسوية، والسمسرة بشركات معينة، يجز بل قد يوجب التدخل بالتسعير، والذي يجب أن يكون عادلاً ويعكس التكلفة الحقيقية لتقديم هذه الخدمات، وأن توزع على المشتركين فيها بحسب نسبة ما يتحملة كل طرف من هذه التكلفة. ويتضمن الأطرم (١٦٤١هـ) والسليمان (١٤٢٦هـ) مزيد من التفاصيل حول الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية.

يقصد بالتلاعب بالأسواق المالية قيام متداول (أو مجموعة من المتداولين) بإرسال أوامر إلى السوق بهدف التأثير على توقعات السوق ومن ثم الأسعار بشكل يجعلهم يرجحون على حساب بقية المتداولين. وهو من أخطر ما يواجهه السوق، فهو أسوأ حتى من التداول بناء على المعلومات الخاصة لأن التداول بناء على المعلومات الخاصة وإن كان يؤدي إلى غبن أحد طرفي التداول إلا أنه يقرب سعر الورقة المالية من قيمتها، في حين يؤدي التلاعب إلى الابتعاد بسعر الورقة المالية عن قيمتها؛ مما يؤدي إلى تفاحش الغبن وضعف ثقة المتداولين بالسوق، وثقة المحللين والباحثين بالنتائج التي يمكن أن يحصلوا عليها من تحليل البيانات المعلنة. ونظراً لأهمية التعامل بناء على المعلومات الخاصة، وإن اشتملت على غبن، في تسريع عملية دمج المعلومات الجديدة في الأسعار، يرى فريق^١ من الاقتصاديين عدم تجريم التعاملات التي تتم بناء على المعلومات الداخلية insider trading ، والقريبة من حالة تلقي الركبان، لما لهذه المبادلات من دور في زيادة كفاءة السوق، ولصعوبة إثبات مثل هذه التعاملات في ساحة القضاء (Harris, p 594).

وللتلاعب صور عديدة، وما يهمنا هنا هو ما يمكن أن يتم من خلال نظام التداول. ومن أيسر صور التلاعب أن يقوم متداول بإرسال أمر مقيد إلى السوق يتبعه بأمر سوقي يحدث صفقة وهمية. ولهذا لا تقبل نظم التداول الإلكتروني عادة تنفيذ صفقة إذا كان الأمران محل الصفقة من مصدر واحد. ولكن يمكن لمتداولين أو أكثر أن يتآمروا على إحداث صفقات وهمية. وهذا يتطلب أن يرسلوا أمرين متتاليين بسعر داخل الفرق (بين أفضل عرض وأفضل طلب) حيث تكون لهما أولوية السعر والوقت. ولكن يصعب تحقيق ربح بهذه الطريقة كلما كانت السوق أكثر سيولة، حيث يكون الفرق في العادة مساوياً للحد الأدنى للتغير في السعر، وإمكانية تنفيذ الأمر المقيد الأول مع أمر سوقي لمتداول ثالث أكثر احتمالاً.

وبالرغم من أن صور التلاعب غير نظامية فإنه من الصعوبة بمكان أن يثبت القائمون على السوق قصد التلاعب، حيث يصعب في العادة التفريق بين التداول المبني على استراتيجية مقبولة

والتداول الذي يستهدف التلاعب. ومن الحلول التي يمكن أن تتخذ لمواجهة التلاعب أن يتم تطبيق برامج تتابع نظام التداول وتنبيه المراقبين للحالات التي يشتهب فيها قيام متداولين بالتواطؤ على التلاعب، وذلك لغرض متابعة تصرفاتهم عن كثب.

وتدخل أغلب صور التلاعب ضمن أنواع التغير القولي والفعلي، كالغش والنحش، والتدليس والتزوير، وكتمان العيوب، والدعاية الكاذبة؛ لأن كل هذه التصرفات تؤدي إلى إفساد معلومات المتداولين حول قيمة الورقة المالية، ومن ثم غبنهم غبناً فحشاً (السحبياني، ١٤٢٦ هـ). والفرق الرئيسي بين السوق العادية والسوق المالية أن الأسعار تتحدد في الأولى بواسطة مزايده من جانب واحد (بائع ومجموعة من المشترين كما هو الحال في المزاد العادي) أو مناقضة من جانب واحد (مشتري واحد ومجموعة من البائعين كما هو الحال في المناقصات الحكومية)، في حين تتحدد الأسعار في السوق المالي بواسطة مزايده ومناقضة من جانبيين، حيث يتنافس البائعون على تخفيض السعر والمشترون على زيادته. ومن ثم فإن التغير في السوق المالي قد يقع من البائعين والمشتريين على حدٍ سواء. فقد يتواطأ البائعون على إحداث تخفيض وهمي في السعر أو المشترون على ارتفاع وهمي فيه.

٣-٨ تقلب الأسعار

يعد تقليل تقلبات الأسعار غير المبررة اقتصادياً أحد الأهداف التي يسعى منظمو الأسواق إلى تحقيقها. ومن الملاحظ أن كبر حجم الفرق - بسبب كبر الحجم الأدنى للتغير في السعر أو نقص سيولة السوق - يؤدي إلى حدة تقلب الأسعار حول قيمة الورقة المالية. فإذا كان هذا هو السبب فإن الحل يكمن بالطبع في تقليل الحد الأدنى للتغير في السعر وحفز المتداولين على عرض مزيد من السيولة. وعلى العكس من ذلك يرى البعض أن استقرار الأسعار لا يمكن أن يتم إلا من خلال الحد من الطلب على

السيولة باستخدام وسائل مثل وقف التداول مؤقتاً ثم استئنافه ببناء، أو وضع حد أعلى للتغير في السعر. وهذه الإجراءات لا يجدها كثير من الاقتصاديين لأنها تؤدي إلى منع السعر من عكس قيمة الورقة المالية التوازنية في حينه. مع هذا فإن لها منافع قد تفوق في أحيان معينة تكلفة تقييد السعر. وهذه المنافع تتمثل في أن هذه الإجراءات تعطي المتداولين في السوق فرصة أفضل للتعرف على المعلومات الجديدة المتعلقة بالأوراق المالية - وبالتالي تعديل أوامرهم - قبل أن تنعكس في الأسعار، وهو ما يقلل من حدة الغبن.

وكما أشار السليمان (١٤٢٦هـ، ١/٥٨١) فإن وضع حد أعلى للتغير في السعر، نوع من التسعير؛ ولكنه ليس تسعيراً محددًا بالمفهوم السائد لدى الفقهاء، بل تسعير للحد الأعلى للتغير في أسعار الأوراق المالية، ينتج عنه تحديد مدى لا يسمح للسعر أن يتجاوز صعوداً أو نزولاً في كل يوم. وقد أوضح السحيباني (١٤٢٦هـ) أن بيع الأمانة قمع حداً أقصى للغبن، وأنه في ذلك يتشابه مع سياسة منظمي الأسواق المالية بوضع حد أعلى للتغير في السعر خلال اليوم. ووجه الشبه أن سعر الافتتاح أو الإغلاق معروف ونسبة الزيادة أو النقص معروفة كذلك كما في بيع الأمانة. وحيث إن بيع الأمانة تمثل وقاية من الغبن لمن لا يحسن المساومة، فإن وضع حد أعلى للتغير في السعر يكون جائزاً بل مستحسنًا لحماية جمهور المتداولين، وبالتالي السوق نفسه، من حمى المضاربة والتقلبات الحادة غير المبررة في الأسعار.

٣-٩ التسوية ونقل الملكية

تعقب التسوية ونقل الملكية مرحلة تنفيذ الصفقات. وفي ظل نظام إلكتروني للتداول يمكن أن يكون وقت التسوية ونقل الملكية هو وقت التنفيذ، ولكنها تستغرق في العادة يوماً أو يومين، أو أكثر بسبب عوامل أخرى. وتتمثل صعوبة هذه المرحلة في أنها تتطلب تبادل معلومات بين أكثر من جهة (الشركة المساهمة، شركة تسوية، نظام التداول)، وبسبب أخطار المدفوعات (payment risks). وتتمثل أخطار المدفوعات في احتمال وقوع الخطأ، وخطر إعلان الإفلاس بسبب تغير الأسعار بشكل

كبير بين وقت التنفيذ والتسوية أو لأسباب أخرى، وخطر حدوث أزمة مالية يترتب عليها عدم إمكانية تسوية عدد هائل من الصفقات. ولاشك أن استخدام النظام الإلكتروني للتداول سوف يقلل من هذه المخاطر حيث يقل احتمال الخطأ ويقل الفرق أو ينعدم بين وقت التنفيذ والتسوية. مع هذا يظل هناك مخاطر يتحتم مواجهتها بالحلول المناسبة. ومن هذه الحلول ضمان مبالغ الصفقات قبل التنفيذ، وتوحيد سجل المساهمين في قاعدة بيانات مرتبطة مباشرة بنظام التداول، والتأكد من ملاءة وحسن سمعة السماسرة وتجار الأوراق المالية الذين قد يسمح لهم بالارتباط بنظام التداول. وأخيراً قد يتطلب الأمر وضع آلية يتم بموجبها وقف التداول مؤقتاً عند توقع أزمة مالية.

وقد خلص السحبياني (١٤٢٥هـ) من دراسة آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية إلى عدد من الاستنتاجات التي يمكن أن يكون لها انعكاسات على التعاملات المقبولة شرعاً في هذه الأسواق، منها أن تراخي تسوية الأوراق المالية، تأخير إجرائي delivery delay مثلما يحصل في عقود البيع الناجزة، وليس تأخيراً تعاقدياً contracted delay كما في عقود المراجحة والسلم والعقود المستقبلية. كما توصل إلى أن الأصل في حال تأخر التسوية عن العقد، أن البائع هو الضامن لما قد يطرأ من تلف على ما تمثله الورقة المالية من سلع أو معادن، ولكن ضمان مخاطر تغير السعر السوقي للورقة المالية، ينتقل فوراً إلى المشتري، وفق ما هو سائد في الأسواق المالية، حتى لو تأخرت التسوية عن العقد. وفيما يتعلق بسوق العملات، فتتم التسوية عادة خلال يومي عمل. ومعلوم أنه يشترط في الصرف من الناحية الشرعية أن يكون التقابض بين البدلين في مجلس العقد، وقد يترتب على هذا أحكام منها عدم جواز بيع العملات بعد شرائها إلا إذا كانت وفق التسوية الآنية.

كما توصل إلى أن التوجه نحو تقليل مدة التسوية في الأسواق المالية المختلفة ينعكس على مجال المعاملات في الأسواق المالية بحيث يجعلها أقرب إلى التوافق مع أحكام المعاملات الإسلامية؛ باعتبارها تسرع من انتقال الملكية من البائع إلى المشتري، وهو ما يزيد مساحة المعاملات المشروعة التي قد تعد في ظل النظام الحالي ممنوعة أو مشبوهة. فآنية التسوية تؤدي مثلاً إلى تزامن التنفيذ (العقد) مع الدفع والتسليم (القبض)، فلا يكون هناك أية شبهة في سلامة صرف العملات، والتصرف بالأوراق المالية بعد

شرائها، أو بثمن بيعها، كما تقلل من الحاجة إلى الاقتراض بفائدة لتغطية المراكز المالية حتى حلول يوم التسوية.

٤ ملاحظات ختامية

بداً جلياً من استعراض القواعد التفصيلية للتداول في الأسواق المالية أن هذه القواعد في مجملها من السياسات الاقتصادية التي تقع في نطاق المصالح المرسلّة في الشريعة الإسلامية، وبالتالي تخضع للمعايير الشرعية في اعتبار تلك المصالح، ومنها القواعد الفقهية والأصولية التي تعين في الترجيح عند تعارض المصالح.

كما أوضح البحث أن هناك تكليلاً واضحاً بين التحليل الاقتصادي والاجتهاد الفقهي عند صياغة هذه القواعد؛ فالتحليل الاقتصادي مفيد في تقدير المصالح، وبالتالي توجيه الحكم الفقهي، كما أن الاسترشاد بالقواعد الفقهية والأصولية يسهم في تفضيل بعض القواعد على أخرى. فعلى سبيل المثال، أوضح البحث أن صياغة قواعد التداول يمكن أن تراعي مصالح فئة معينة من المتداولين على حساب مصالح فئة أو فئات أخرى. فمزيداً من السيولة عادةً يتطلب صياغة قواعد التداول لحفز موفري السيولة، وهو ما يكون في الغالب على حساب من يستهلكها. في المقابل تؤدي قواعد التداول التي تحابي من يتداول بناءً على معلومات خاصة إلى انعكاس هذه المعلومات على الأسعار في أقل وقت ممكن، وهو ما يحسن من كفاءة السوق في اكتشاف الأسعار، ولكن السوق المشبعة بالتداول المدفوع بالمعلومات الخاصة لا يمكن أن تزدهر؛ لأن من يرغب في توفير السيولة سيتردد في التداول في هذه السوق؛ بسبب ارتفاع احتمال الغبن، ومن ثم تقل السيولة [Stoll (1992)]. وعليه، فإن تصميم هذه القواعد - وبالتالي آلية السوق - هي عملية معقدة تحتاج إلى موازنة مصالح مختلف أنواع المتداولين على نحو يؤدي إلى تحقيق الأهداف التي يسعى إليها منظمو الأسواق المالية.

المصادر:

مصادر باللغة العربية:

- الأطرم، عبدالرحمن، الوساطة التجارية في المعاملات المالية، دار إشبيلية الرياض ط ١ ١٤١٦هـ.
- البهوتي، منصور، كشاف القناع، عالم الكتب بيروت.
- البهوتي، منصور، الروض المربع مع حاشية ابن قاسم ط ٤، ١٤١٠هـ.
- ابن حزم، المحلى، دار التراث القاهرة.
- ابن تيمية، العقود، مكتبة المورد ط ١، ١٤٢٣هـ.
- ابن تيمية، مجموع الفتاوى، دار عالم الكتب، الرياض ١٤١٢هـ.
- حماد، نزيه، ١٤١٤هـ، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية.
- الدسوقي، محمد عرفة، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، إحياء الكتب العربية، القاهرة.
- الزرقا، مصطفى، دار العلم دمشق ط ١ ١٤١٨هـ.
- السحيباني، محمد بن إبراهيم، ١٤٢٠هـ، نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية، المجلة الاقتصادية السعودية، ١ (٤) ٢٠٠٠، ٩١-١١١.
- السحيباني، محمد بن إبراهيم، ١٤١٩هـ، تصميم آلية التعامل في ظل نظام إلكتروني لتداول الأسهم، بحث قدم في مؤتمر القانون وتحديات المستقبل، جامعة الكويت، الكويت، أكتوبر ١٩٩٩م.
- السحيباني، محمد بن إبراهيم، ١٤٢٥هـ، آلية نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقبول للنشر في مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة.
- السحيباني، محمد بن إبراهيم، ١٤٢٦هـ، الغبن اليسير والفاحش: تحليل اقتصادي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد ١٨، العدد ٢، ص ٣-٤٤.
- آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز أشبيلية، ط ١، ١٤٢٦هـ.
- آل الشيخ، محمد بن إبراهيم، موسوعة فتاوى ورسائل الشيخ محمد بن إبراهيم آل الشيخ، ط ١، مطبعة الحكومة بمكة المكرمة، ١٣٩٩هـ.

السوق المالية السعودية (تداول)، موقع السوق على شبكة الإنترنت، www.tadawul.com.sa، تاريخ الزيارة: ٢٩/١١/٢٠٠٨ م.

- الشاطي، إبراهيم، **المواقفات**، دار الكتب العلمية بيروت، ط ١، ١٤١١ هـ.
- الشاطي، إبراهيم، **الاعتصام**، دار الكتب العلمية بيروت، ط ٢، ١٤١١ هـ.
- ابن عابدين، **رد المختار**، دار إحياء التراث العربي بيروت ط ٢.
- ابن قدامة، عبدالله بن أحمد (٤٠٨ هـ)، **المغني**، تحقيق التركي والحلو، هجر للطباعة والنشر، القاهرة.
- ابن قيم الجوزية، **إعلام الموقعين**، مكتبة ابن تيمية القاهرة.
- المحاجي، محمد سكرحال، **أحكام عقد البيع في الفقه الإسلامي المالكي**، ١٤٢٢ هـ ط ١ دار ابن حزم بيروت
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، **قرارات وتوصيات**، دار القلم دمشق ط ٢.
- المرادوي، **الإنصاف**، مكتبة السنة المحمدية، القاهرة ١٣٧٦ هـ.
- النووي، **المجموع شرح المهذب**، مكتبة الإرشاد جدة.
- وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية (١٤٠٧ هـ)، **الموسوعة الفقهية**، الكويت، الطبعة الثانية.

مصادر باللغة الإنجليزية:

- Biais, B., P. Hillion and C. Spatt, 1995, **An Empirical Analysis of the Limit Order Book and the Order Flow in the Paris Bourse**, Journal of Finance 50, 1655-1690.
- Domowitz, I, 1993, **A taxonomy of automated trade execution system**, Journal of International Money and Finance 12, 607-631.
- Domowitz, I. and Madhavan A., 1998, **Open Sesame: Alternative opening algorithms in securities markets**, working paper,
- Harris, L., 1990, **Liquidity, trading rules, and electronic trading systems**, New York University Salomon Center, Leonard N. Stern School of Business, New York.
- Harris, L., 1996, **Does a large minimum price variation encourage order exposure**, working paper, University of South California.

Stoll, H., 1992, **Principles of trading market structure**, Journal of Financial Research 6, 75-107