



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير

قسم : العلوم التجارية

مطبوعة بيداغوجية مقدمة للوفاء بمتطلبات مقياس :

بورصة البضائع

موجهة لطلبة السنة الثالثة تخصص تجارة دولية وإمداد

إعداد الدكتورة :

عزوزي خديجة استاذ محاضر "ب"

السنة الجامعية : 2019 - 2020

فهرس المحتويات

1	فهرس المحتويات
4	مقدمة
5	المحور الاول : الاطار النظري للبورصة
5	اولا: نشأة البورصة
6	ثانيا: مفهوم البورصة
10	ثالثا: انواع البورصات
12	رابعا: أهم البورصات العالمية
16	خامسا: مؤشرات أداء البورصة
18	المحور الثاني : اجراءات وأدوات التعامل في البورصة
18	أولاً: إجراءات التعامل في البورصة
19	ثانيا : المتدخلون في البورصة
22	ثالثا: آلية العمل في البورصة
23	رابعا: أدوات التعامل في البورصة
36	المحور الثالث : البورصة الحاضرة للبضائع
36	أولاً: مفهوم البورصة الحاضرة للبضائع
40	ثانيا: أنواع البضائع في البورصة الحاضرة
41	ثالثا: أساليب ونظم التعامل في بورصات البضائع
44	رابعا: إدارة المخاطر في أسواق البضائع
45	خامسا: المضاربة في أسواق البضائع
47	المحور الرابع: تطبيقات العقود الآجلة
47	أولاً: مفهوم العقود الآجلة
49	ثانيا: تسعير العقود الآجلة
51	ثالثا: مخاطر التعامل بالعقود الآجلة
52	رابعا: البيع على المكشوف في أسواق العقود الآجلة
58	المحور الخامس : تطبيقات عقود الخيارات
58	اولا: تعريف عقد الاختيار
58	ثانيا: خصائص وسمات عقود الخيارات
60	ثالثا: أركان عقد حق الاختيار

61	رابعا: أنواع عقود حق الاختيار
69	خامسا: أنواع أخرى من عقود الاختيارات
71	المحور السادس : العقود المستقبلية
71	أولا: مفهوم العقود المستقبلية
73	ثانيا: الهامش
75	ثالثا: الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية
77	المحور السابع : عقود المبادلات
77	أولا: تعريف عقود المبادلات
79	ثانيا: أنواع عقود المبادلات
80	ثالثا: عقود مبادلة أسعار الفائدة
82	رابعا: مزايا وعيوب عقود المبادلات
82	المحور الثامن: المقاصة والتسوية
82	أولا: المقاصة
85	ثانيا: التسوية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله رب العالمين

وبعد

تعتبر بورصة البضائع من المقاييس المبرمجة لطلبة السنة الثالثة ليسانس في العلوم التجارية تخصص تجارة دولية وإمداد والتي تدرس في السداسي الخامس في وحدة التعليم الأساسية، وقد تم إعداد محتوى هذه المطبوعة وفق البرنامج الوزاري المعتمد، وقد تم عرض المادة العلمية في محاور كما يلي:

محاور مقياس بورصة البضائع

الموضوع	المحور
الاطار النظري للبورصة	الأول
اجراءات وأدوات التعامل في البورصة	الثاني
البورصة الحاضرة للبضائع	الثالث
تطبيقات العقود الآجلة	الرابع
تطبيقات عقود الخيارات	الخامس
العقود المستقبلية	السادس
عقود المبادلات	السابع
المقاصة والتسوية	الثامن

مقدمة

تعتبر بورصات البضائع من أقدم الأسواق في العالم فتجارة السلع تعد من أقدم أشكال التجارة، وقد أدت التغيرات الهيكلية في الأسواق العالمية للسلع الأساسية، إلى تعزيز دور بورصات السلع في التجارة الدولية، لا سيما في ظل التطورات التكنولوجية التي جعلت من بورصات السلع العالمية كيانات عابرة للحدود ، بوصفها هياكل تنظيمية تزيد من قدرة المنتجين على الوصول بسلعهم لجميع انحاء العالم ولفترات زمنية طويلة.

ولقد شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطرا كبيرا على المؤسسات، الأمر الذي أدى إلى ظهور ابتكارات مالية لتحويل المخاطر سميت بالمشتقات المالية، وقد أتاحت ظروفها أفضل للتغطية ضد المخاطر، مقارنة بالوسائل التقليدية التي قد يستحيل استخدامها للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية و في مقدمتها التأمين. ورغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه و بحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها.

أن الهدف من انجاز هذه المطبوعة هو الالمام بالاطار النظري للبورصة من مفاهيم واجراءات الخ، مع توضيح أدوات التعامل في البورصة، وتبسيط مختلف اساليب البيوع الحاضرة للبضائع، وصولا الى التعرف على أهم عقود المشتقات التي تتداول في البورصة وكيفية تسعيرها والتعامل بها.

المحور الاول : الاطار النظري للبورصة

توصف البورصات واسواق الاوراق المالية بأنها مرآة صادقة لأداء اي اقتصاد وتعكس تظافر الاوضاع السياسية والاجتماعية والاقتصادية، والمؤثرات الاقليمية والدولية بشكل عام، حيث تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، من خلال المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية... الخ.

أولا: نشأة البورصة

عرفت المجتمعات وجود مؤسسات للبورصة منذ سنوات قديمة ، إلا أنها لم تظهر بالشكل التنظيمي المعروف حاليا ، وقد مرت بمراحل كثيرة و متعددة .
ان السبب في استعمال لفظ بورصة في القر السادس عشر هو ما قيل ان بعض التجار كانوا ينزلون بفندق لعائلة Van Der Bourse بمدينة بروج "bruges" البلجيكية، وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار.¹
و ظهرت منذ ذلك الوقت البورصات وانتشرت بقوة ، ومن أقدمها بورصة انفر بأمستردام عام 1608 فرانكفورت ، برشلونة ، ليون ، تولوز ، بورصة نيويورك 1893 ، بورصة ليفربول 1873 .

كانت التبادلات في ألمانيا في القرن التاسع عشر تعمل أيضًا بموجب القوانين التي تفرضها سلطة الدولة .ومع ذلك ، فإن الهيكل السياسي المجزأ يعني أن البورصات الإقليمية ازدهرت قبل توحيد الرايخ الألماني في عام 1871. ثم ، شردت بورصة فرانكفورت حيث نقلت البنوك المساهمة مقرها إلى العاصمة . علاوة على ذلك ، كانت البنوك تعمل دائمًا في بورصة برلين، وكان تقييدها الوحيد هو السماح بالوصول المفتوح .ومع مرور الوقت ، تمكنت

¹: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، القاهرة، 1996، ص 27.

مجموعات المصالح المختلفة من تغيير قواعد العمليات في البورصات والدور بشكل جذري لعبوا في تعبئة رأس المال للبلاد .بعد عام 1898 ، عندما تم حظر التداول الآجل ، قامت البنوك الألمانية بنقل جزء كبير من مشتقاتها إلى البورصات الأكثر تساهلاً في أمستردام ولندن.¹

ومع القرن العشرين أصبحت البورصة هي السوق الرئيسية في السوق المالي ،تتيح للمتعاملين إمكانية التعامل بالأوراق المالية على مختلف أشكالها ودون مصاعب ، الأمر الذي يوفر قدرا من السيولة ويحقق الأرباح المطلوبة .

ثانياً: مفهوم البورصة

1. تعريف البورصة

قد حظيت الأسواق المالية باهتمام بالغ سواء من قبل الاقتصاديين أو حتى المتاجرين العاديين وذلك بسبب تأثيرها الفعال في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، ودورها الكبير في تحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب بين فئات السوق.²

يمكن تعريف سوق المال بأنه "المكان المخصص المنظم أو الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال

¹ : Larry Neal, The Role of Stock Exchanges in Financial **Globalization: A Historical Perspective, FINANCIAL MARKET HISTORY REFLECTIONS ON THE PAST FOR INVESTORS TODAY**, The CFA Institute Research Foundation, University of Cambridge, December 2016, **P 104**.

²: وليد الحلو، خطوة بخطوة الفوركس، الطبعة الرابعة، المتداول العربي للخدمات المالية والتدريب، القاهرة، 2012، ص

عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة ووفقا لضوابط ونظم محددة بالقانون، ويتميز بتوفر وسائل الإتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول من خلالهم.¹ والبورصة بالمفهوم الاقتصادي "هي مكان يلتقي فيه البائعون و المشترون - من خلال سمسرة - لتبادل سلعة هي الأسهم و السندات ، وتعرف بسوق المال طويل الأجل ، وهي اقرب من السوق الكاملة".²

البورصة أو سوق التداول " هي سوق ثانوية تقوم بأداء دور مزدوج ، فهي تعمل على التقاء العرض بالطلب ، حيث أن أدواتها ممثلة في قيم منقولة ".³ تعرف البورصة ايضا على أنها "تركيز رؤوس الأموال المدخرة ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل تحصل فيها الفوائد بالمضاربة بالأوراق المالية أو بيع وشراء المحاصيل الزراعية حيث يتم التعامل فيها وفق قوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات بين البائع والمشتري".⁴

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص تعريفا شاملا للبورصة كالتالي:
البورصة سوق مالي منظم يختص بالتمويل طويل أجل، يلتقي فيه دوريا مختصون معتمدون لتداول قيم منقولة بيعا أو شراء وفق قوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات، حيث تعتبر مكان التقاء عرض وطلب رؤوس الأموال والاستثمارات طويلة الأجل.

¹: أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال ، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 19.

²: محمد أمين زويل ، بورصة الاوراق المالية : موقعها من الاسواق - احوالها و مستقبلها ، دار الوفاء للطباعة ، الاسكندرية، مصر ، 2000، ص 36 .

³: انطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص45.

⁴: قرواش رضوان ، مطبوعة مقياس قانون بورصة القيم المنقولة، جامعة محمد لمين دباغين، سطيف 2، 2016، ص 3.

2. الفرق بين السوق والبورصة

البورصة سوق من الأسواق، إلا أنها ذات نظام خاص غير نظام الأسواق المتعارف عليها منذ القدم لهذا فإنها تختلف عن الأسواق المعروفة من عدة وجوه أهمها ما يلي:¹

1- يكون التعاقد في البورصة وفق أنظمة خاصة وشروط معينة لا تتغير في كل العقود وهذا بعكس ما يتم في السوق إذ أن كل صفقة مستقلة عن غيرها.

2- إن التعامل في السوق يتم على جميع أنواع السلع، أما في البورصة فإنه لا يتم إلا على سلعة أو سلع خاصة، وبشروط معينة يمكن إجمال أهمها في: المثلية، غير قابلة للتلف وقابلة للتخزين، سلع تحتاج إلى وقت في الإنتاج وضخامة الصفقات.... الخ.

3- يجتمع في السوق المشتري والبائع والسلع موجودة ومنظورة أمام المتعاملين. أما في البورصة فإن البيع والشراء يتم والسلع المتعاقد عليها غير موجودة، وإنما تتم الصفقات بواسطة السماسرة والوسطاء.

4- يتم تسليم السلعة في السوق بالحال ويدفع ثمنها فوراً، أما في البورصة فيكون القبض ودفع الثمن متأخراً عادة عن عقد الصفقة، بل إن في بورصات العقود الآجلة لا يكون هناك قبض للبضاعة ولا دفع للأثمان وإنما يكون الأغلب أن يكون الأمر مجرد مضاربة فروق الأسعار.

5- يوجد في الأسواق العامة طوائف عديدة من التجار غير متخصصة غالباً بنوع معين من التجارة، بينما في البورصة تتخصص كل طائفة بنوع من التجارة.

¹: نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، العدد الخامس، الكويت، يوليو 2010.

6-تعقد بالبورصة صفقات كثيرة ومتكررة تؤثر على الأسعار، وهذا بعكس السوق حيث تعقد فيه صفقات قليلة ومتفرقة.

3. الهدف من انشاء البورصة

كانت الوظيفة التنظيمية لبورصات الأوراق المالية في الماضي تقتصر في الغالب على إصدار القواعد وتوضيح جوانب الأطر القائمة. وتم ممارسة دور البورصة في وضع المعايير بشكل أساسي من خلال إصدار متطلبات الإدراج والإفصاح المستمر والصيانة وإلغاء الإدراج. على صعيد الإنفاذ، شاركت البورصات وظيفتها التنظيمية مع وكالات الإشراف على سوق رأس المال. بالإضافة إلى الإشراف على قواعدها، تم تكليف البورصات بدور مراقبة الامتثال للتشريعات ولوائح الأوراق المالية الفرعية.¹

ففي التسعينات، أعيد الاهتمام بالدور الذي تلعبه المؤسسات المالية والأسواق في التنمية الاقتصادية، من خلال الحد من الاهتمام بأسواق الأوراق المالية، سلطت الأبحاث الضوء على دورها كمؤسسة مناسبة للمساهمة في النمو الاقتصادي في الدول الناشئة، فضلاً عن أهميتها كمتغير في تفسير النمو الاقتصادي في الدول الأكثر تطوراً.

كان هناك تقدير مختلف لإمكانيات أسواق الأوراق المالية في التسعينات، حتى ذلك الحين كانت أسواق الأوراق المالية موجودة في تلك البلدان ذات مستوى دخل كافٍ حيث كانت قادرة على توليد مدخرات 24 من أصل 49 دولة لديها بورصات في عام 1950 كانت في أوروبا، و 13 كانت مستعمرات بريطانية.²

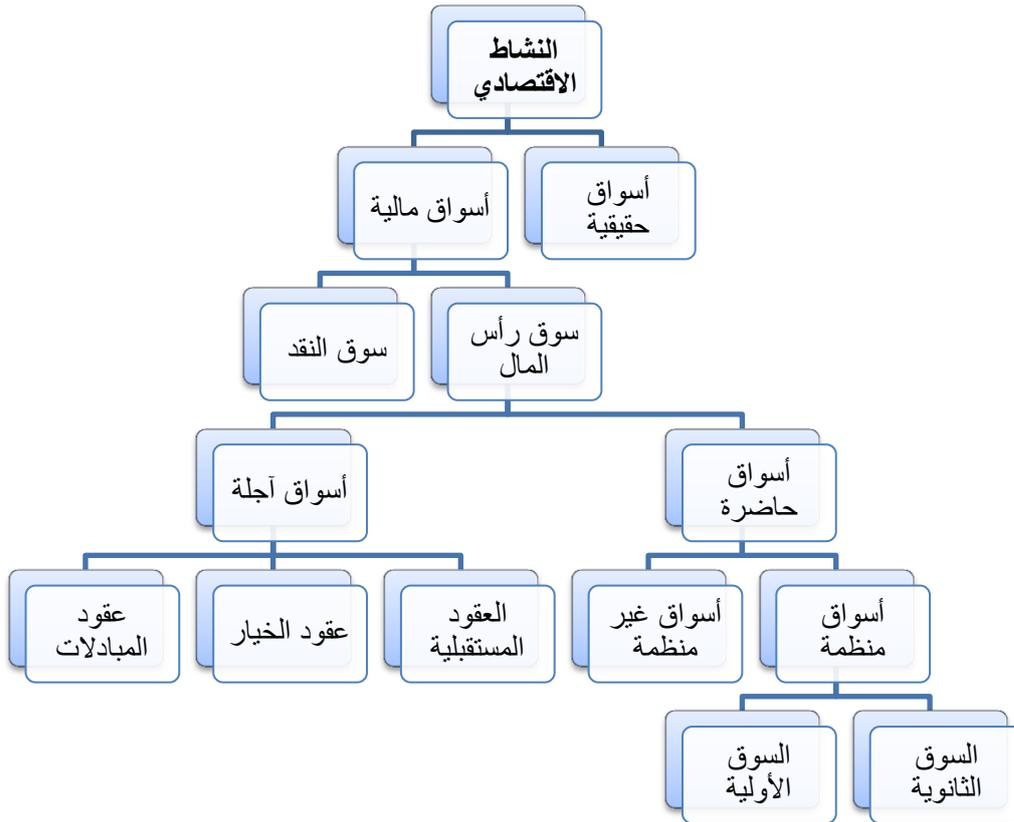
¹ : Hans Christiansen and Alissa Koldertsova, **The role of stock exchanges in corporate governance**, Financial Market Trends, vol 1 , 2009, P 4.

² : Antonio Torrero Mañas, **THE INCREASING RELEVANCE OF THE STOCK MARKET IN THE WORLD: A NEW SCENARIO**, Documento de trabajo nº 1/2005, P 13.

ثالثا: أنواع البورصات

يمكن توضيح أنواع البورصات في الشكل التالي:

شكل رقم (01) مكونات سوق المال



المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، 2000، ص15.

من خلال الشكل نلاحظ أن سوق رأس المال الحاضرة تتكون من :

1. السوق المنظمة:

أ. السوق الأولية: هي السوق التي يتم فيها طرح الأسهم والسندات لأول مرة، أي الأوراق المالية الجديدة التي يتم تداولها من قبل، لذلك يكون البائع في هذه السوق هو الشركة المصدرة للأوراق، وتعرف هذه السوق أيضا ب"سوق الإصدار". ولهذه السوق دورها في تجميع المدخرات من القطاعات التي لديها فوائض مالية إلى القطاعات التي تعاني من عجز في الموارد المالية.

ب. **السوق الثانوية:** هي السوق التي يجري فيها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، بمعنى يتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك، إذ سبق أن باعها في السوق الأولية، لذلك يطلق على هذه السوق اسم "سوق التداول".¹

2. **السوق غير المنظمة:** يقصد بها الاسواق التي تجري فيها التعامل بالأوراق المالية ولكن خارج مقصورة البورصة التي تتولاها بيوت السمسرة، لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة والتجار وتظهر طلبات الشراء والبيع لأسهم المؤسسات مختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض الشراء أو البيع.

ويتضمن هذا السوق غير المنظم سوقين هما:²

أ. **السوق الثالث:** هو جزء من السوق غير المنظم، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثلا (صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار، شركات التأسيس) وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما توفر هذه الأسواق للمتعاملين بعض الميزات التي تمكنها من النجاح والازدهار، حيث يمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة.

ب. **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة مصدرة لأوراق مالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية ويتم التعامل

¹: عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الاسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص 30.

²: بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 28.

بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة. بينما تتكون سوق رأس المال الآجلة من سوق العقود المستقبلية، سوق عقود الاختيار وسوق عقود المبادلات التي سوف نتطرق إليها بالتفصيل في المحاور الآتية.

رابعاً: أهم البورصات العالمية

1. بورصة نيويورك : (وتسمى بورصة وول ستريت) من أهم واكبر الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية نظراً للوزن الكبير للاقتصاد الأمريكي في الناتج الإجمالي العالمي ومن المؤكد أنها تمثل حركة التداول في كل من بورصة نيويورك وبورصة ناسداك، ما يوازي نحو نصف إجمالي حركة التداول في بورصات العالم، خصوصاً أن العديد من أسهم الشركات الدولية الكبرى يتم تداولها في هاتين البورصتين، بجانب تداول الأسهم الأمريكية المحلية ومما زاد من أهمية هذه البورصة الوضع المتميز للدولار الأمريكي في النظام النقدي الدولي.¹

2. بورصة ناسداك : تمثل بورصة ناسداك "NASDAQ" أو "الرابطة الوطنية للأسعار الآلية لتجار الأوراق المالية" و هي ثاني أكبر البورصات العالمية من حيث القيمة السوقية. تقع NASDAQ أيضاً في نيويورك - في ميدان التايمز (Times Square) الشهير عالمياً. تأسست في عام 1971 من قبل NASD (الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية) و كانت البورصة الأولى من نوعها ذلك الحين.

بدلاً من استخدام الأسلوب التقليدي "الصراخ المفتوح" - الذي شمل المتداولين الذين يصرخون طلبات البيع و الشراء في مراكز التداول - و عملت بورصة ناسداك بشكل حصري إنهاء هذه الفوضى من خلال أجهزة الكمبيوتر و الهواتف. و جعل هذا بورصة

¹: أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق ، ص 103.

ناسداك، البورصة العالمية الإلكترونية الأولى في العالم، و هي الآن متخصصة في إدراج فقط الشركات القائمة على التكنولوجيا في السوق الامريكى.

بعد شراء كل من بورصة بوسطن و فيلادلفيا في سنواتها الأولى، وصلت بورصة ناسداك إلى القيمة السوقية بحوالي 10 تريليون دولار في بداية عام 2018. في الواقع، تدرج البورصة الآن أكثر من 3800 شركة تعتبر جميعها مرتبطة بالتكنولوجيا في الاسواق الامريكية. يتضمن ذلك أمثال Apple و Facebook و Google (Alphabet) و Starbucks. يستخدم مؤشر ناسداك 100 (NASDAQ 100) الشهير و المعروف في قياس أداء البورصة و قطاع التكنولوجيا ككل في السوق الامريكى.¹

3. بورصة لندن: تعتبر لندن أهم مركز مالي أوروبي، كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم. و يعود نشاط بورصة لندن إلى القرن السابع عشر (ق17)، حيث بدأت الحكومة البريطانية وبعض الشركات التجارية الكبرى بتجميع رؤوس الأموال من خلال بيع الأسهم و السندات، و مع تزايد حجم الاستثمارات المالية، ظهر نوع من المتعاملين يؤدي دور الوساطة بين بائعي و مشتري الأوراق المالية.

و بدأت لندن تكتسب أهميتها كمركز مالي دولي خلال القرن التاسع عشر (ق19)، حيث وصلت الاستثمارات الخارجية البريطانية إلى حدودها القصوى، و بعد الحرب العالمية الأولى تأثرت شهرة السوق المالي البريطاني بسبب المنافسة الكبيرة من طرف بورصة نيويورك، إضافة إلى الأثر السلبي للأزمة الإقتصادية لعام 1929م على دور لندن. وبعد الحرب العالمية الثانية، تمكنت لندن من العودة إلى الساحة المالية الدولية من خلال تقديمها للقروض بالأورو - دولار..

¹: أكبر 8 بورصات في الاسواق العالمية عام 2020،

<https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/shares/boursat-alaswaq-alalamiya>

وتشير الإحصائيات والدراسات أنّ عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن يزيد عن 6000 سهم، تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المالية الأوروبية، منها 2000 سهم لشركات دولية وأوروبية، وبالنسبة للسندات فسوق لندن المالي يعتبر من أول الأسواق الأوروبية، وأكبرها في هذا المجال، ذلك لأن معظم السندات الصادرة في السوق المالي الدولي مسجلة في سوق لندن.

كما ينقسم سوق لندن المالي إلى سوق الأسهم، سوق السندات، سوق العقود المستقبلية وسوق العملات الأجنبية.

4. بورصة طوكيو: تقع في طوكيو، اليابان، هي ثاني أكبر بورصة أوراق مالية في العالم على حسب الشركات المدرجة بها والقيمة السوقية، بعد بورصة نيويورك. في 31 ديسمبر 2007، وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة طوكيو إلى 2.414 شركة بقيمة سوقية 4.3 ترليون دولار.

يحتل السوق المالي الياباني المركز الثالث بعد سوق المالي لأمريكا والسوق المالي لبريطانيا، وتم إنشاء أول الأسواق المالية في اليابان عام 1878م، وهما سوق "طوكيو" وسوق "أوساكا". وقد لعب السوق المالي الياباني دورا هاما في عملية تمويل الصناعة الناتجة عن موجة التطور الاقتصادي في اليابان خلال القرنين التاسع عشر والعشرين، مما جعل الحكومة اليابانية تهتم بتطوير وتحديث الأسواق المالية اليابانية مستفيدة من الخبرة الأمريكية في هذا المجال، إلى أن أصبحت بورصة طوكيو من أكبر منافسي بورصة نيويورك في النصف الثاني من القرن العشرين.

و من أهم خصائص السوق المالي اليابان:

-تنوع أدوات الإستثمار المتداولة فيه وانخفاض المخاطر؛

-الانفتاح الكبير على تسجيل وتداول الأوراق المالية للشركات الأجنبية؛

-تطور نظم المعلومات والقدرة على الاتصال المستمر بالأسواق المالية الدولية؛
-الالتزام بالسيولة العالية.

5. بورصة القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية: أنشأت بورصة القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية منذ أكثر من 100 عام وهي أول بورصة للأوراق المالية في مصر، وتعد شخصية اعتبارية عامة مملوكة للدولة، إلا أنها تدار كمؤسسة خاصة. وهناك ثلاثة أنواع من الأوراق المالية التي يتم تداولها فيها: الأسهم والسندات ووثائق صناديق الاستثمار المغلقة.

6. بورصة الجزائر: تم انشاء بورصة الجزائر في منتصف عام 1997 بمساهمات من البنوك التجارية الحكومية والبنك المتحد (بنك قطاع خاص) وشركات التأمين، ويتم ادارتها بواسطة جهتين هما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم، وقد باشرت البورصة نشاطها على الوجه الأكمل في سبتمبر 1999.¹

خامسا: مؤشرات أداء البورصة

يمثل سوق المال المرآة التي تعكس الحالة الاقتصادية العامة للدولة، ويعتبر مؤشر أسعار الأوراق المالية واحد من أهم أدوات التنبؤ بهذه الحالة وقراءة الوضع الاقتصادي المتوقع للدولة، وتعود فكرة صياغة مؤشر أداء الأسواق الى الاقتصادي شارلز هنري داو وشريكه إدوارد جونز حيث أسسا شركة داو جونز عام 1882 بغرض إصدار الدوريات ونشر الأخبار المالية، ثم أصدرا جريدة وول ستريت في 1889 بعد أن صدر مؤشر داو جونز في 1884 لقياس تحركات البورصة في الأجل القريب.

ولأسواق رأس المال مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنه وتعكس مستويات أدائها في الوقت نفسه، وتعد هذه المؤشرات إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق رأس المال في توقيت قراراتهم الاستثمارية، كما أنها تستخدم وعلى نحو متزايد في

¹: أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق ، ص 114.

تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، فضلا عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق الأسواق لأهدافها.¹

ففي الثمانينيات وأوائل التسعينات ، استمرت أسعار الأسهم في الارتفاع ، ولكن بوتيرة معتدلة نسبياً في معظم البلدان. منذ منتصف التسعينيات ، ارتفعت أسواق الأسهم بشكل حاد ، تلاها انهيار عام 2001. وبحلول سبتمبر 2002 ، فقدت مؤشرات الأسهم العامة أكثر من 40 بالمائة من أعلى مستوياتها لعام 2000 في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وحوالي 50 في المائة في منطقة اليورو واليابان.²

وقد أصبحت للمؤشرات أهمية خاصة عند كثير من المهتمين بالشأن المالي بغرض استخدامها في ما يلي:³

- استخدامها للتنبؤ بالمستقبل الاقتصادي للدولة وفقا لحركة أسعار الأسهم بالسوق.
- استخدامها للحد من مخاطر التداول، خصوصا المخاطر المنتظمة المرتبطة بمعدلات العائد.
- استخدامها للتنبؤ بالوضع المستقبلي للسوق نفسه.
- استخدامها بغرض معرفة الأداء العام للصناديق والمحافظ الاستثمارية.
- استخدامها للحكم على أداء المديرين المحترفين، فالمدير الذي تحقق محفظته عائدا أعلى من العائد المتوسط للسوق يمكن الحكم بجودة أدائه.

¹: بشار محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2008، ص 74.

² : Laurence Boone et Nathalie Girouard, **LA BOURSE, LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER ET LE COMPORTEMENT DES CONSOMMATEURS**, Revue économique de l'OCDE n° 35, 2002/2, P 199.

³: أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق ، ص ص 145 - 146.

- استخدامها في العمليات الآجلة، حيث يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها بيع أو شراء للمؤشر المحدد في فترة قادمة بسعر محدد مسبقاً، بحيث يكون مقدار الربح أو الخسارة بالنسبة له هي الفرق بين سعر المؤشر الذي دفعه وسعره عند وقت الاستحقاق.

جدول رقم (01) عدد من مؤشرات الأسهم العالمية والعربية وتمثيلها

المؤشر	التمثيل
Dow-Jones Average	سلسلة تتألف من أربعة مؤشرات مستقلة تتضمن الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك، وهي: - المؤشر الصناعي: يضم أسهم الدرجة الأولى لـ 30 شركة أهمها شركة IBM. - مؤشر الخدمات: يضم 20 شركة منتجة للطاقة. - مؤشر المواصلات: يضم 15 شركة متنوعة للمواصلات. - المؤشر المركب: يضم متوسط الأسهم الـ 65 المدرجة في المؤشرات الثلاثة.
ناسداك	عدد الأسهم ا مدرجة في هذا المؤشر 31000 سهم ويضم المؤشر أسهم الشركات العاملة في قطاعات (المصارف، الصناعات العامة، التأمين، المواصلات، الخدمات)
Standard and Pors 500	يتألف المؤشر من أكبر الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وناسداك وتقسم الأسهم الـ 500 إلى أربعة مؤشرات صناعية لقياس نتائج كل من هذه الصناعات.
AMEX	يتكون مؤشر قيمة الأسواق AMEX من 800 سهم يجري التداول بها في بورصة الأوراق المالية الأمريكية.
New York Exchange composite Index	يتألف من الأسهم كافة التي يجري التداول بها في بورصة الأوراق المالية الأمريكية، أي ما مجموعه 1600 سهم يعرض المؤشر معلوماته ليس بالنقاط بل بالدولارات والسنتات التي جرى احتسابها لتمثيل متوسط سعر الأسهم كافة التي يتم التداول بها.
Russen	هي ثلاثة مؤشرات تستخدم لتقسيم نشاط الأسهم استناداً إلى قيمة رؤوس الأموال التي تمثلها الأسواق.
Wilshive 5000	يتألف من الاسهم كافة المدرجة في أسواق بورصة نيويورك وبورصة الأوراق

المالية الأمريكية والناسادك، أي مايفوق مجموعه 5000 سهم، وهو مصمم لقياس نشاط الأسواق كافة لكي يعكس على أفضل وجه حركة وعافية مجمل الاقتصاد الأمريكي.	
يضم هذا المؤشر 30 من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.	FT-30
يضم هذا المؤشر 100 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة السوق.	FTSE-100
يضم 30 ورقة تمثل 70% من رسملة البورصة في ألمانيا.	DAX
يعد هذا المؤشر أكبر المؤشرات العالمية والآسيوية واليابانية، إذ يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة بورصة طوكيو.	NIKKE
تم اطلاق هذا المؤشر في تركيا في 2004 ويضم 17 شركة تصل قيمتها الاجمالية نحو 4 مليار دولار.	داو جونز الاسلامي/ تركيا
يضم 50 شركة مدرجة في السوق وهي أكبر الأسواق في المنطقة العربية من حيث عدد الشركات.	القاهرة
يضم المؤشر 38 شركة موزعة على 10 للبنوك، 17 للصناعي، 6 للخدمات، 5 للتأمين.	الأردن
يضم المؤشر (التداول) حاليا 15 شركة في بدء 2007 وهي موزعة على 8 قطاعات مختلفة.	الرياض

المصدر: بشار محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2008، ص

المحور الثاني : اجراءات وأدوات التعامل في البورصة

تسعى الشركات والمؤسسات الاقتصادية في الوقت الراهن الى مواكبة التطورات بتوسيع نشاطاتها واستثماراتها في المجال التجاري والصناعي، وهذا يتطلب مبالغ مالية ضخمة، لذلك تلجأ الشركات لتوفير التمويل إلى اصدار أدوات مالية يمكن التعامل بها في البورصة لتحقيق هدفها سواء كانت عن طريق الأسهم أو السندات أو أوراق مالية أخرى.

أولاً: إجراءات التعامل في البورصة

يقع قرار الشركة بطلب قبول أوراقها المالية للتداول في سوق منظمة ضمن اختصاص الجمعية العامة غير العادية .ومع ذلك ، يجوز للأخيرة تفويض التنفيذ الفعال لهذه العملية إلى هيئات الإدارة.¹

يساهم الاكتتاب العام الأولي في تعزيز سمعة الشركة وصورتها تجاه شركائها (العملاء والموردين والمصرفيين والموظفين) ويحسن وضعها التنافسي.²

وتكون عمليات البورصة ذات الأشكال التالية:³

- **العمليات العاجلة (الفورية):** ويلجأ إليها الراغبون في استثمار أموالهم بشراء أوراق مالية، ويتم بيعها عند توافر فرصة للربح (يتم الدفع بعد الشراء مباشرة).
- **العمليات الآجلة:** يكون فيها الدفع مؤجلاً والتسليم مؤجلاً إلى حلول تاريخ التصفية، وهي ثلاثة أنواع: عمليات بسيطة، عمليات مركبة، عمليات مضاعفة.

¹ : Sandy Campart & Jean-Marc Moulin, **L'introduction en Bourse**, AFNOR Éditions , France, 2015, P 12.

² : Nazik FADIL, CONTRIBUTION DE LA COTATION EN BOURSE À L'ENTREPRENEURIAT INTERNATIONAL, Revue de l'Entrepreneuriat, N° 1, vol. 15, 2016 , P 86.

³: وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة: بحوث وفتاوى وحلول، دار الفكر، دمشق، 2006، ص 484.

ويتمُّ العمل في البورصة من خلال تقسيم سوقها إلى نوعين هما: السوق الرئيسيّة والسوق الثانويّة، تعمل السوق الرئيسيّة على بيع الأوراق الجديدة للمرة الأولى عن طريق تطبيق مجموعة من عروض الاكتتاب الذي يكون في نوعين:

الاكتتاب العام؛ وقد يحدث في هذا النوع من الاكتتاب كثير من الجدل والمشاكل المالية، لأنه يشترك فيه عامة الشعب أي انهم يقومون بشراء أسهم في الشركة، لذلك يفضل استخدام الاكتتاب الخاص أو المغلق.

الاكتتاب المغلق وهو توجيه الدعوة إلى أسماء محددة للقيام بشراء الأسهم.

أمّا في السوق الثانويّة تُنفَّذ كافة العمليّات اللاحقة للتداول، ويُشارك في هذا السوق العديد من المستثمرين؛ سواءً من الأفراد أو المؤسّسات، عادةً ما تعمل البورصة على تحقيق التداول الخاصّ في شركات الأسهم من خلال مجموعة من عمليّات التبادل التي تجمع بين البائعين والمشتريين؛ إذ تُدرج الأسهم المُتداولة ضمن صفقات للتداول، ومن المُمكن العمل على تنفيذها بطريقة إلكترونيّة، وتتضمن وجود عمليّتين هما شراء وبيع الأسهم وكافة الأوراق الماليّة.¹

شراء الأوراق الماليّة (الأسهم) التي ترتفع أو تنخفض أسعارها، وهذه من الأسباب المُشجّعة للعديد من المستثمرين لشراء مجموعة منها في أغلب القطاعات المهنيّة، ويطلق على هذا الشيء مُسمّى التنويع، وغالباً يكون الهدف من شراء الأسهم المُتنوّعة هو الحصول على المال من خلال التعامل مع أسهم الشركات التي من المُتوقّع أن تُحقق أرباحاً جيّدة، ممّا يُؤدّي إلى ارتفاع سعر أسهمها، أمّا بيع الأوراق الماليّة (الأسهم) هو عبارة عن صفقة تتمّ بين البائع والمُشتري؛ إذ عندما ينخفض سعر السهم يسعى البائعون لبيعه، كما يكون المُشتريين على استعداد لشرائه، وغالباً يبدأ كلّ مُشتريّ بشراء الأسهم المطروحة عندما تصل إلى نقطة مُحدّدة من السعر.

¹: البورصة وكيفية عملها، <https://mawdoo3.com/>

ثانيا : المتدخلون في البورصة

يمكن تقسيم المتدخلين في عملية البورصة إلى قسمين أساسيين: متدخلين مباشرين، ومتدخلين غير مباشرين، أما المباشرين فهم السماسرة و الوسطاء و مختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات في سوق الأوراق المالية، و المتدخلين غير المباشرين هم العملاء الأساسيين الذين يعمل السماسرة و الوسطاء على تنفيذ أوامرهم.

1- السماسرة:

"السمسار هو وسيط في سوق الأوراق المالية، و يعمل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين و بين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة. إذن يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة، فيكفي على العميل أن يصدر أمرا لسمساره، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي للبورصة، من هنا " فللسمسار دور مزدوج يكمل في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة، و العمل على تنفيذها من جهة أخرى عمل السمسار ينحصر في تقريب وجهتي نظر شخصين ليتعاقدا ، مقابل عمولة متفق عليها، تكون غالبا نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها، لذلك فإنه و إن كانت الصفقة تتم على يديه، فهو لا يعتبر ممثلا لأي من الطرفين، و إنما يقرب بينهما فقط.

2-الوسطاء: "الوسيط هو أداة إتصال بين العميل و السمسار المقيد لديه، يحصل على حصة من العمولة التي يتحصل عليها السمسار، و هو مسؤول عن كافة العمليات المعقودة بواسطته، و لا يجب أن يعمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه.

3-المندوب الرئيسي: يساعد السمسار في تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من عميله بالمقصورة مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسي، فلا يجوز لهذا الشخص أن يعمل إلا باسم السمسار

الذي أوكله و لحسابه و تحت مسؤوليته، كما لا يمكنه أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار، و أن لا يعمل لحسابه الخاص.

4-الأعضاء المنضمون: هم الموظفون الذين توكلهم البنوك لعقد عمليات في البورصة لصالحها و حسابها الخاص، هؤلاء الأعضاء يرسلون أوامرهم إلى سمسرة الأوراق المالية بأنفسهم دون أي وسيط.

5-العملاء: العملاء هم الأطراف المتدخلون بصورة غير مباشرة في عمليات البورصة، و العميل قد يكون بنكا، شركة، دولة أو فرد.

-تدخل البنوك في البورصة يكون بشراء و بيع الأوراق المالية المكتب فيها، و كذا المشاركة في إجراء عمليات المقاصة في آخر الجلسة.

-تدخل الشركات يكونه بطرح الأسهم أو السندات للإكتتاب فيها، و هو ما يجلب لها السيولة اللازمة لمزاولة نشاطاتها.

-تتدخل الدولة في البورصة باعتبارها السلطة العليا في البلاد للإشراف على سير العمل فيها، كما يمكنها أيضا القيام بطرح سندات لتوفير السيولة اللازمة، و بالتالي معالجة مختلف أنواع العجز كعجز الميزانية أو العجز التجاري.

-تدخل الأفراد يكون بشراء الأوراق المالية المطروحة من طرف الشركات أو الدولة و بالتالي تقديم القروض و توفير السيولة من جهة و الحصول على عائد معقول من جهة أخرى.

6-الجمهور: تتمثل في الأفراد الذين ينتمون إلى البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة أي صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار و قد عرف عدد الأفراد المستثمرين تطورا ملحوظا.

7- **المؤسسات الصناعية و التجارية:** تعتبر هذه المؤسسات من بين المنتخبين المؤسسين في البورصة و الأسواق المالية بصفة عامة فهي تلجأ إلى الأسواق للحصول على رؤوس أموال بغرض تدعيم أموالها خاصة بإصدار الأسهم و تداولها فيما بعد أو إصدارها لسندات و الحصول على ديون متوسطة و طويلة الأجل و تداولها أيضا و بذلك تحصل المؤسسة على أموال دائمة لتمويل استثماراتها و توسعاتها ليتسنى لها ذلك يجب أن تكون مسجلة في البورصة و أن لم تكن كذلك يجب أن تدخل للبورصة و يمكن القول أن الشركات الصناعية و التجارية أصبحت توظف كافة إمكانياتها المالية لتجلب لها الأرباح .

ثالثا: آلية العمل في البورصة

لا شك أن العمل في سوق الأوراق المالية يتم وفق آلية مدروسة و منظمة، يجب إتباعها و إحترامها من طرف كل المتعاملين فيه لتحقيق العمليات المطلوب تنفيذها في جو يسوده النظام و الشفافية التامة، و عليه يتعين على كل سمسار في البورصة أن يحترم الخطوات التالية:

1. تلقي الأمر: كل عملية في البورصة تنطلق بمجرد تلقي السمسار للأمر من طرف عميله، إما بالشراء أو البيع، فهذا الأمر قد يصدر شفويا أو هاتفيا أو كتابيا، لهذا فعلى العميل أن يحدد بدقة اسم الأوراق المالية التي يود التعامل فيها، عددها و سعرها... و على السمسار أن يلتزم بتنفيذ الأمر في حدود ما طلب منه، و إن تعذر عليه ذلك فلا ينفذ العقد.

2. تنفيذ العملية داخل المقصورة: فور إتفاق السمسار مع عميله، ينادي السمسار أو مندوبه بأعلى صوته داخل المقصورة معلنا عن اسم الأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها، عندها يتقدم من السماسرة من يعنيه الأمر، فيتفق السمساران على شروط البيع أو الشراء فإن إتفقا و كان السعر في حدود ما أمرا به أبرمت الصفقة و سجلت في دفتر خاص بكل

منهما، يوقع كلاهما على دفتر الآخر، بعدها تقيد العملية في قسيمة خاصة موجودة في المقصورة، يتم التصريح فيها عن كافة المعلومات المتعلقة بالصفقة، و تسلم إلى الموظف المكلف بالكتابة على لوحة الأسعار التي تبين للمتعاملين التعامل في هذا النوع من الأوراق المالية.

3. تنفيذ العملية بين العميل و السمسار: بعد تنفيذ العملية في المقصورة، يرسل السمسار إلى عميله خطابا مفصلا يشرح فيه عدد الأوراق المالية التي قام بشرائها أو بيعها لحسابه و سعرها، فإن كان العميل مشتريا، فقيمة الصفقة تساوي سعر الأوراق المالية المشتراة مضافا إليها الرسوم و الضرائب المستحقة وعمولة السمسار، يدفعها العميل مقابل إستلامه للأوراق المالية. أما إذا كان العميل بائعا، فقيمة الصفقة المسلمة له تساوي قيمة الأوراق المالية المباعة مخصوما منها الرسوم و الضرائب و عمولة السمسار.

و تجدر الإشارة إلى أن كافة أوامر البيع و الشراء الصادرة في البورصة، لا تنفذ إلا عن طريق السمسار و في المقصورة تحديدا.

رابعا: أدوات التعامل في البورصة

1. الأسهم

إن سوق الأسهم هو بالتحديد المكان الذي تتمركز فيه عروض وطلبات الأوراق المالية المنقولة بامتياز ، "سوق القيم المنقولة" . حيث يتم تمويل المؤسسات عن طريق اللجوء إلى سوق رأس المال (عن طريق إصدار الأسهم أو السندات) ، كما سيفضل المدخرين دائمًا الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة.¹

¹ : LA BOURSE, CENTRE DE RECHERCHE ET D'INFORMATION SOCIO-OLITIQUES, CRISP, n° 82, BRUXELLES, 1960, P 5.

أ. تعريف الأسهم:

الأسهم جمع سهم، والسهم هو النصيب، و في الحديث : كان للنبي صلى الله عليه وسلم ، سهم في الغنيمة" أي نصيب " و سهامه أي قارعه، وقال ابن الأثير :قوله اذهب فتوخيا ثم إستهما، أي اقتراعا يعني ليظهر سهم كل واحد منكما.¹

يمكن تعريف السهم على أنه عبارة عن مستند ملكية في رأس مال الشركة، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق مع الاستفادة من الحقوق وتحمل المخاطر.²

وهو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال ، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء.³

وقد أورد المشرع الجزائري تعريف السهم في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري: " السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

ب. خصائص السهم

يتميز السهم بأربعة خصائص هي:⁴

- **تساوي القيمة:** يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، والمساواة لا تتعلق بالقيمة الاسمية للسهم بقدر ما تتعلق بالحقوق والواجبات التي تمنحها الأسهم للمساهمين في الشركة.

¹: ابن منظور، لسان العرب ، المجلد الثاني، دار صادر ، الطبعة الأولى، بيروت ، 1990 ، ص308 .

²: الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 82.

³: شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، ص 21.

⁴: بن بعبيش وداد، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة دكتوراه، تخصص قانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2017، ص ص 20 - 24.

- **عدم قابلية السهم للتجزئة:** السهم يمثل وحدة واحدة غير قابلة للتجزئة، بمعنى لا يجوز تقسيمه إلى وحدات أقل ، إذ لا يمكن تقسيم الصك المحتوي لهذه الحقوق.
- **قابلية السهم للتداول:** تتميز الأسهم بأنها صكوك قابلة للتداول، فشركة المساهمة ليست من شركات الاعتبار الشخصي، لذلك يجوز التصرف في الحصص المالية عن طريق التنازل عن الأسهم للغير، لذلك كثيرا ما يعبر تداول الأسهم عن المضاربة على قيمتها واختلاف ثمن بيعها عن ثمن شرائها.
- **المسؤولية المحدودة :** لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملكه من أسهم، فلا يجوز الرجوع بأي مبلغ آخر مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها، وليست المسؤولية المحدودة الخاصة المميزة للسهم عن سائر حصص الشركاء، إذ أن الشريك الموصي لا يسأل إلا في حدود حصته وتحديد مسؤولية المساهم على هذا النحو يتعلق بالنظام العام.

ج. أنواع الأسهم:

بوجه عام يمكن التفرقة بين الأنواع المختلفة للأسهم وفقا لعدد من الأسس على النحو التالي:¹

▪ **حسب شكل الملكية:** يمكن التفرقة بين الأسهم لحاملها والأسهم الاسمية:

الاسهم لحاملها: وهي أسهم لا يسجل عليها اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها من شخص غلى اخر بمجرد حيازتها، ويتم تداولها دون حاجة غلى اثبات كتابي بشرط عدم تعارض ذلك التداول مع نظام الشركة، وأن تكون القيمة الاسمية لتلك الأسهم مسددة بالكامل.

¹: امين السيد احمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص ص 17-18.

الاسهم الاسمية: هي اسهم يسجل عليها اسم صاحبها على وجه صك السهم، ويقضي الأمر قيد الاسم في سجل المساهمين، وعند انتقال ملكية السهم من شخص لآخر يسجل اسم المالك الجديد في سجل التنازلات على ظهر صك السهم ويصادق اثنان من أعضاء مجلس الإدارة على ذلك، كما يجب قيد التنازل في سجل نقل الملكية وتوقيع رئيس مجلس الإدارة على ذلك في السجل المعد لذلك.

▪ **حسب طبيعة مقابل الحصول عليها:** تنقسم الاسهم حسب مقابل الحصول عليها على النحو التالي:

الاسهم النقدية: وهي الاسهم التي تسدد قيمتها نقدا سواء دفعة واحدة أو على أقساط حسب المقرر القانوني.

الاسهم العينية: وهي الاسهم التي تسدد قيمتها عينا أي في صورة صافي أصول عينية مادية أو معنوية، ويتعين أن تكون قيمة تلك الأسهم مسددة بالكامل عند اصدارها، ويجب أن تكون ملكية الحصة العينية ثابتة لمقدمها وغير متنازع عليها ومتنازل عنها بالكامل للشركة، حيث يعطى مقدمها أسهم عينية تعادل التقدير النهائي لها والذي أقرته الجمعية التأسيسية وبعد موافقة هيئة سوق المال على ذلك التقدير، حيث تعتبر تلك الأسهم قد تم الوفاء بقيمتها كاملة.

حصص التأسيس أو حصص الأرباح: وهي صكوك بدون قيمة اسمية تعطى لحملتها حصة معينة من الأرباح القابلة للتوزيع، ويتم انشاء تلك الحصص عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها (التأسيس أو الأرباح) مقابل التنازل عن التزام منحته الحكومة للمؤسسين أو عن حق من الحقوق المعنوية. ولا تدخل حصص التأسيس أو الأرباح في تكوين رأس مال الشركة ولا يكون لحملتها من الحقوق الا ما ينص عليه نظام الشركة أو القرار الصادر من الجمعية العامة غير العادية بإنشاء تلك الحصص.

▪ **حسب الحقوق التي توفرها:** وتنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة وذلك حسب تفاوت ميول المستثمرين نحو قبول العائد ودرجة المخاطرة التي يمكن تحملها وكذلك الحقوق التي يوفرها كل نوع من الأسهم:

الأسهم العادية: يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.¹

وتعد أكثر الأنواع شيوعا وملائمة للمستثمر العادي، وعادة ما يتحمل هؤلاء المساهمين أكبر درجة من المخاطر وبالتالي يعود عليهم أكبر قدر من المنافع الملكية في حالة نجاح الشركة، وعادة ما يكون لحملة السهم العادية ما يلي:

- حق التصويت في الجمعية العامة والترشيح لمجلس الإدارة.
- حق المشاركة في الأرباح المتبقية بعد أداء نصيب الأنواع الأخرى من الأسهم.
- حق اقتسام أصول الشركة في حالة تصفيتها.
- حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال بنسبة ملكيتهم ومساهمتهم.
- الحق الحصول على أعلى عائد عكس الحال بالنسبة لباقي فئات المستثمرين في الشركة (كالمقرضين وحملة السندات) إلا أنه في نفس الوقت يتحملون درجة أكبر من المخاطر في حالة عدم تحقيق الأرباح أو انخفاضها.

الاسهم الممتازة: تتميز هذه الأسهم عن الأسهم العادية بعدد من التفصيلات والخصائص على النحو التالي:

¹: ابراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص 7.

- الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة.

- التفصيل في الحصول على فائض الأصول عند تصفية الشركة.

- القابلية للتحويل إلى أسهم عادية.

وعموما تمثل الأسهم الممتازة استثمارا أقل خطورة من الأسهم العادية، حيث تتحدد توزيعات الأرباح على المساهمين الممتازين بنسبة مئوية محددة مقدا من القيمة الاسمية للسهم، ويجري توزيعها مسبقا لأية أرباح يتقرر توزيعها على المساهمين العاديين، وتجدر الإشارة الى انعدام حق التصويت لحاملي تلك الأسهم الممتازة، وتتعدد الأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة بتتوع الامتيازات التي تمنح لكل منها على النحو التالي:

- قابلية الأسهم الممتازة للسداد حيث يكون للشركة الحق في أن تسدد قيمة السهم ورده على المساهمين على أساس سعر يتم تحديده بصورة مسبقة على أساس القيمة الاسمية أو سعر الإصدار الأصلي أو بقيمة تزيد عن ذلك بمقدار علاوة رد.

- قابلية الأسهم الممتازة للتحويل على أسهم عادية حيث قد تنص شروط اصدار تلك الأسهم على حق أصحابها في مبادلتها بأسهم أخرى عادية تصدرها الشركة بناء على معدل تحويل معين أو سعر معين، ويعتبر ذلك النوع من الأسهم مفضلا من جانب المستثمرين اذ يمكن الحصول على ميزة توزيع الأرباح اذا ما ظل محتفظا بالسهم الممتاز، وفي ذات الوقت يتاح له العرض في التحول الى مساهم عادي يشارك في ارباح الشركة بدون قيود اذا كانت الشركة ناجحة في أعمالها.

- الاسهم الممتازة مجمعة الارباح حيث يضمن للمساهم الحصول على جميع التوزيعات المقررة للسهم بما فيها السنوات السابقة التي لم يعلن فيها عن أرباح، ويسبق المساهمين العاديين في توزيع الارباح متى قررت الشركة اجراء توزيعات وتسمى الأرباح المقررة للأسهم الممتازة مجمعة الأرباح عن السنوات التي لم يجرى فيها توزيعات اصطلاح توزيعات الأرباح

المتأخرة، ويتم الإفصاح عنها في شكل ملاحظات على الميزانية ولا يتم ادراجها ضمن خصوم الشركة باعتبارها لا تمثل التزاما على الشركة.

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح حيث قد يعطى ميزة اضافية لحملة الأسهم الممتازة بإعطائهم الحق ليس فقط في التمتع بأفضلية عند توزيع الأرباح بتحديد معدل معين لربح الأسهم الممتازة وإنما أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة، حيث تكون مشاركة كاملة وقد تكون مشاركة جزئية.

2- السندات

تعتبر السندات شكل من أشكال الدين التي تلجأ لها الشركات والمؤسسات المالية والحكومات لفتح مجالات كثيرة للاستثمارات والمشاريع التجارية، فهي توفر دخل جيد للتجار والمستثمرين الذين يستثمرون أموالهم في سوق المال والأعمال، كما تعد السندات عامل مهم لدخل وتنمية اقتصاد الدولة.

أ. تعريف السندات:

السندات جمع سند ، والسند في اللغة ما قابلك من الجبل، وعلا من السفح ومعتمد الإنسان.

أما اصطلاحاً: هو صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادة بوساطة الاككتاب العام ، وتصدره الشركات أو الحكومة وفروعها ، يعتبر حامل سند الشركة دائناً للشركة، له حق دائنيه في مواجهتها ، ولا يعد شريكاً فيها ، على خلاف حامل السهم . ويعطى حملة السندات فائدة ثابتة سنوياً ولهم الحق في استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين.

والسند هو أداة دين يباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على الأموال. ويكون مالك السند (المستثمر) هو الدائن للشركة وليس مالك في الشركة كما هو الحال في السهم.¹

يلتزم المقترض -تتمثل في الشركة المساهمة- بالوفاء بالالتزامات التالية:²

- أن يدفع لحامل السند مبلغا معيناً - عادة القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق.
- أن يدفع لحامل السند فائدة دورية في مواعيد محددة، بمعدل معين على القيمة الاسمية للسند.

ب. خصائص السندات:

- يمثل السند ديناً طويل الأجل على الشركة.
- يستوفي السند فائدة محددة مقدماً سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- يتقدم حامل السندات على حملة الأسهم في استيفاء قيمة السندات عند تصفية الشركة.
- لا يشترك حملة السندات في الجمعيات العمومية للمساهمين.
- قابلية السندات للتداول بالطرق التجارية.³

ج. أنواع السندات:

للسندات أنواع كثيرة، و فيما يلي ذكر لأهم أنواع السندات بحسب طبيعتها.⁴

○ من حيث مصدرها

¹: ابراهيم الكراسنة، ارشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص 49.

²: أمين السيد احمد لطفي، مرجع سابق، ص 125.

³: عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 70.

- **السندات الحكومية:** و هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديننا مضمونا في ذمة الحكومة, وغالبا ما تكون ذات فوائد ثابتة. و يتم طرحها للإكتتاب العام و تتداول بالطرق التجارية وتكون إما دائمة (السندات التي لا تحدد الحكومة تاريخا لسدادها) أو مستهلكة (السندات التي تحدد الحكومة أجلا لتسديد قيمتها).

وتصدر الحكومة هذه السندات لتمويل عمليات التنمية الإقتصادية أو لمواجهة عجز في الميزانية أو طارئ آخر. و يتم الإصدار عن طريق الإكتتاب العام المباشر أو بطرحها في البورصة تدريجيا، أو أن تستعين الحكومة بالبنوك لبيعها.

تتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر و تمتعها بدرجة عالية من السيولة مع إعفائها من الضرائب. و هي تتنوع بدورها الى أنواع متعددة كسندات الدولة التي تصدر لتمويل الإنفاق العام، أو سندات الهيئات الدولية كالبنك الدولي للإنشاء و التعمير، التي تُصدرها لتمويل مشاريعها. ثم هناك سندات المؤسسات العامة الحكومية المصدرة لتمويل نفقاتها ومشاريعها وهي متنوعة حسب نوع و طبيعة المؤسسة و من أهمها:

- **سندات الخزينة:** و هي سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير عن طريق الاكتتاب العام و ذلك لسد حاجات ضرورية إبان الأزمات الإقتصادية. و هذه السندات لا تتحسب عنها فائدة عادة و لكنها تباع بخضم الفائدة من قيمتها الإسمية على اساس سعر الفائدة.
- **شهادات الخزينة:** و هي تعهد بدفع مبلغ معين من المال اضافة الى فائدة محددة في تاريخ معين. و لا تتجاوز مدتها العام الكامل.
- **شهادات الإستثمار:** و هي سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة. و هي على ثلاثة أنواع:

مجموعة أ: و هي سند مدته عشر سنوات، و لا تسترد القيمة و الفوائد إلا بعد انتهاء المدة، حيث يحصل صاحب السند على القيمة الإسمية يضاف عليها ما تراكم من فوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.

مجموعة ب: و هي سند دين يعطي صاحبه الفوائد المتحققة للشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار. و تسترد قيمة السند في نهاية المدة.

مجموعة ج: و هي شهادات ذات جوائز تجري عليها عملية السحب الدوري بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة اعتمادا على اليانصيب، و لا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها.

- **سندات القطاع الخاص:** وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص أو الشركات التجارية و الصناعية و الخدمية، و ذلك لتمويل مشاريعها، و تكون مضمونة في الغالب، و تتميز عن السندات الحكومية بكونها تصدر بمعدلات فائدة أعلى، و لكنها أكثر تعرضا للمخاطر المترتبة عن عجز الجهات المصدرة عن الوفاء بالدين و فوائده السنوية. و تنقسم هذه السندات الى عدة أقسام حسب اعتبارات مختلفة.

• باعتبار الشكل

- **سندات إسمية:** و هي السندات التي تحمل إسم صاحبها و تنقل بطريق التسجيل، هذا النوع من السندات يمكن أن يكون مسجلا كاملا أي الدين الأصلي و الفائدة معا، أو مسجلا جزئيا أي أصل الدين فقط، و يتم تحصيل الفائدة عن طريق الكوبونات المرفقة.

-سندات لحاملها: هي السندات التي لا تحمل إسم صاحبها، و تنتقل ملكيتها عن طريق التسليم. و يتعهد محرره بدفع مبلغ معين من النقود في تاريخ معين أو بمجرد الإطلاع لمن يحمل السند.

لقد اقتصرنا على بعض الأنواع فقط، فالمؤسسات الاقتصادية أصبحت تتقن في إصدار أنواع جديدة من السندات لجلب أصحاب الأموال لإيداع مدخراتهم. وبالنظر الى التكييف القانوني للسندات والمتفق عليه عند الاقتصاديين، فإن السندات هي وثيقة بدين، بالتالي يعامل مالكاها كمقرض.

د. الفرق بين السهم والسند

ومن أهم الفروق الجوهرية بين السهم والسند يمكن ايجازها في الجدول التالي:

جدول رقم (1): الفرق بين السهم والسند

م	مجال المقارنة	السهم	السند
1	من حيث طبيعة الصك	جزء من رأس المال	دين على الشركة
2	من حيث طبيعة العلاقة	صاحب السهم شريك في الشركة	حامل السند دائن للشركة
3	من حيث تغير العائد	ربح السهم متغير، وقد يلحق به خسارة	ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة
4	من حيث حق المالك في الرقابة على الشركة	لحامل السهم الحق في الرقابة على الشركة عن طريق الجمعية العامة للمساهمين	ليس لحامل السند الحق في الرقابة على الشركة
5	من حيث طريقة استرداد رأس المال	لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة	يسترد حامل السند رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد
6	من حيث تصفية الشركة	عند وقوع خسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل	لحامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته عند

السهم الباقي بعد سداد جميع الديون	وقوع الخسارة أو في حالة التصفية		
-----------------------------------	---------------------------------	--	--

المصدر: عصام ابو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الاسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص 71.

3. المشتقات المالية

بدأ استعمال الأدوات المالية المشتقة في أوائل السبعينات من القرن العشرين وتطور استعمالها، ويمكن تعريفها بأنها مجموعة من الأدوات أو أصول مالية التي تقدم عن طريق عقد آجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد عند بداية الاتفاق.¹

وتمثل المشتقات المالية ادوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي ، وتشقق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات) وتعد المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق المال.²

ان المشتقات المالية كما عرفها صندوق النقد الدول و هو نفس تعريف بنك التسويات الدولية و هو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدول على أن المشتقات المالية " هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتض أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول .كعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبغ أمرا غير ضروري".³

¹ Christian descamps – Jacques saichet – Gestion Financier international – Litec 1995 P 45.

² عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص 29.

³ .سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، ط1 ، مصر، 2008، ص ص 59-62.

- ومنه فالمشتقات المالية هي عبارة عن عقود يتفق بموجبها الطرفين تبادل المدفوعات أو الأسعار أو العوائد و منه تُضمن العقد الجوانب التالية:
- الاتفاق على سعر مستقبل معين.
 - تحديد الكمية.
 - جمدة العقد.
 - محل التعاقد: و يضم سعر الفائدة، سعر الصرف الأجنبي، سعر الورقة المالية.

ويتمثل المتعاملون في عقود المشتقات المالية في ¹:

- المتحفظون: يهتم المتحفظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسنح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.
- المضاربون: يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسبهم.
- المراجحون: يدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

وتستعمل المشتقات المالية للأغراض الآتية:²

1. أغراض المضاربة: يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء اذا ما تحققت توقعاته وهي ارتفاع سعر الاصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ.

¹: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية، سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2001، ص 08.

²: العارضي، جليل كاظم و العبادي، هاشم فوزي، (الهندسة المالية واليات تطبيقها بالتركيز على الخيارات المالية)، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان، الأردن، 2012.

ب. أغراض التحوط: وهنا يكون المتعامل (Dealer) صاحب مركز مكشوف من العملة المونوي حق شرائها أو ملتزم بدفعات مستقبلية من هذه العملات مع خشيته من ارتفاع الأسعار، التي قد ترتفع كثيراً هذا مع حقه في الاستفادة من فرصة انخفاض الأسعار في حالة حدوثها. ففي حالة امتلاك مستثمر ما لمحفظه من الأسهم منوعة جيداً ويخشى من هبوط قيمتها السوقية، فإنه يلجأ إلى خيارات مؤشرات الأسهم لشراء خيار بيع على هذه المؤشرات.

ج- أغراض استثمارية: يعد شراء حق الشراء اداة استثمارية بديمة عن حيازة الاصل بشكل مؤقت وذلك بانتظار توقع ارتفاع السعر في وقت استحقاق عقد الخيار وامكانية الشراء والاستثمار بالسعر الاقل وهو سعر التنفيذ, ليذا فان المتعامل المستثمر يمتلك المقدرة اللازمة لتنفيذ شراء الاصل الفعلي.

ومنه يوجد العديد من المشتقات المالية المتداولة والتي سيتم تناولها في المحاور

التالية، و أهمها:

- عقود الخيارات؛
- العقود الآجلة؛
- العقود المستقبلية؛
- عقود المبادلات.

المحور الثالث : البورصة الحاضرة للبضائع

يعود وجود أسواق السلع قبل وقت طويل من تداول الأوراق المالية، فتجارة السلع من أقدم أشكال التجارة، فقد ظهرت منذ القدم في أسواق تقام بصفة دورية في أماكن محددة، حيث كانت الصفقات التجارية تتم على بضائع حاضرة يجرى معاينتها ودفح ثمنها في الحال، ومن ثم تطورت هذه الأسواق نتيجة التوسع في حجم المبادلات التجارية إثر التقدم في وسائل الانتاج وتطور وسائل الاتصالات والمواصلات، مما أسهم في تنظيم هذه الأسواق واستقرارها وتحويلها من أسواق واقعية إلى أسواق افتراضية، بحيث يتم التعاقد فيها على سلع غير موجودة في الحال مع إمكانية وسهولة تأمينها في المستقبل.

أولاً: مفهوم البورصة الحاضرة للبضائع

1. تعريف بورصة البضائع

بورصة البضائع هي سوق منظمة، متخصصة في بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الاستراتيجية كالقطن، السكر، البن، القمح... وتعرف أيضاً باسم " البورصة التجارية ". وتسمح هذه البورصات المتخصصة بتمويل الأسواق بكل أنواع السلع اللازمة، وحسب أسعار العرض و الطلب.¹

إن وصف سلعة ما بأنها دولية لا يتطلب فقط توافر الشروط، ولكن يجب أيضاً أن يتم تداولها من خلال أسواق متخصصة تسمى " بورصات البضائع " وليس معنى ذلك أن نفس السلع لا يتم التعامل بها خارج هذه الأسواق - إذ من الممكن أن يجري التعامل بها في الأسواق العادية - ولكن لا يمكن أن نخلع عليها في هذه الحالة مصطلح السلع الدولية ،

¹: شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي- دراسة تحليلية نقدية-، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق- سورية، 2002، ص 36.

ولذلك فإن معرفة ماهية وطبيعة هذه الأسواق وما يميزها عن الأسواق العادية يعتبر أمراً لازماً للتعرف على هذه السلع.

وأسواق السلع الدولية -أو بورصات البضائع، هي أسواق منظمة متخصصة في المبادلات التجارية لسلع معينة - هي غالباً سلعاً زراعية :كالقمح، والذرة، والقطن، وموارد طبيعية :كالذهب، والبتترول - ولهذه الأسواق نظامها الخاص الذي يجب أن يلتزم به كافة المتعاملين داخلها. ولذلك فقد أصبح هناك ما يعرف ببورصة القطن كالموجودة في مصر أو نيويورك وبورصة الذهب في لندن، وبورصة البن في البرازيل وبورصة الشاي في السيلان.

ولذلك فإن هذه الأسواق تعني المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون، وتعني أيضاً عمليات البيع والشراء التي تتم فيها، وتعني كذلك القوانين واللوائح التي تحكم العمل بها. ويتم التعامل في أسواق السلع الدولية في الغالب عن طريق مكاتب سمسة متخصصة تتولى تنظيم المتاجرة فيها بين البائعين والمشتريين.

ويمكن تقسيم المستثمرين داخل هذه الأسواق إلى فئتين:¹

الأولى فئة المتحوظين : وتتكون من أفراد يعملون في مهنة على صلة بالسلعة ذات العلاقة، لتأمين احتياجاتهم منها بدرجة أولى.

والثانية فئة المضاربين :وتضم أفراداً ومؤسسات تحترف تجارة السلع بيعاً وشراء تهدف تحقيق الربح من خلال توقعاتهم لحركة الأسعار، دون أن يكون لهم حاجة حقيقية لهذه السلع.

وفي هذه الأسواق لا تكون البضائع موضوع التعامل حاضرة، وإنما تجري المبادلات إما وفقاً لنماذج معينة أو بناءً على تسمية صنف متفق عليه مسبقاً ، كما أن

¹: محمد عبد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل بها، الدورة السادسة عشر، منظمة المؤتمر الاسلامي، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2005 ، ص 6.

البضائع ليست عينية ، وإنما يمكن أن تحل أي كمية من نوع معين محل كمية أخرى من ذات النوع ولا يمكن قيام هذه الأسواق إلا لعدد محدود من السلع.

وقد تطورت أسواق السلع الدولية (بورصات البضائع) عن الأسواق العادية ، وكان وراء هذا التطور ظهور بعض المستجدات الاقتصادية الحديثة لعل من أهمها :الطلب الكبير على بعض أنواع السلع بسبب كبر حجم المشروعات الصناعية وتزايد حاجاتها إلى المواد الأولية بكميات كبيرة، وأيضاً حاجة كثير من الدول إلى الحصول على بعض السلع الأساسية من مصادر منظمة تتيح لها تلبية حاجاتها بصورة اقتصادية مستقرة ، هذا فضلاً عن نمو قطاع المعاملات المالية في الاقتصاديات المعاصرة بجوار قطاع الإنتاج الحقيقي.

2. الفرق بين بورصة البضائع والأسواق التقليدية

وعلى الرغم من أن أسواق السلع الدولية تعتبر وليدة الأسواق التقليدية ، إلا أن ثمة

فروق جوهرية بينهما يمكن تحديد أهمها فيما يلي:¹

وجود السلع : فعلى حين تعقد الصفقات في الأسواق التقليدية على سلع موجودة فعلاً ومنظورة ، نجد أن التعامل في أسواق السلع يحصل بمقتضى عينة نموذجية، أو صنفاً محددًا معروفًا بمواصفاته المختلفة.

أنواع السلع : فعلى حين تعقد الصفقات في الأسواق التقليدية على كل أنواع السلع، نجد أن الصفقات لا تعقد في أسواق السلع إلا على أنواع معينة منها فقط.

نظام العمل : فعلى حين تكون أساليب العمل في الأسواق العادية عديدة ومتنوعة وغير محددة، غير أن التعامل في أسواق السلع يخضع لنظام وقواعد وأساليب محددة يجب على جميع المتعاملين فيها الالتزام بها، ولذلك فقد سميت بالأسواق المنظمة.

¹: محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سابق، ص 7.

التأثير النسبي على الأسعار : فعلى حين لا تؤثر معاملات الأسواق التقليدية على الأسعار بصورة كبيرة -لقلة الصفقات التي تعقد بها ولأنها تشكل في مجموعها عمليات متفرقة - نجد أن معاملات أسواق السلع تؤثر - بدرجة كبيرة- على الأسعار، لان الصفقات التي تعقد في هذه الأسواق تكون كبيرة ومركزة ومتكررة.

العلاقة بين البائع والمشتري : فعلى حين تكون هذه العلاقة مباشرة غالبًا في الأسواق التقليدية، نجد أنها تكون غير مباشرة في أسواق السلع، حيث تتم الصفقات عن طريق وسطاء وسماسة.

3. أنواع أسواق السلع الدولية

وقد كانت أسواق السلع الدولية قديمًا قاصرة على السلع الزراعية كالقمح والقطن، غير أن نشاط هذه الأسواق قد أمتد الآن ليشمل التعامل فيها العديد من السلع الأخرى، كالموارد الطبيعية المختلفة مثل: البترول، والمعادن، ولذلك أصبحنا نجد العديد من أسواق السلع الدولية (بورصات البضائع) منها:

- سوق المنتجات الزراعية الرئيسية: كالقطن، والسكر .
- سوق الحبوب، والزيوت المنزلية، كالقمح والشعير، والذرة، والصويا وزيت الصويا.
- سوق المشروبات : كالكافو ، والبن.
- سوق المنتجات الزراعية الثانوية: كالفسق، والبندق، واللوز ، وجوز الهند .
- سوق زيوت النفط ومشتقاتها .
- سوق المعادن الأساسية : كالنحاس ، والألمنيوم ، والرصاص ، والقصدير والنيكل ، والزنك.

- سوق المعادن الثمينة : كالذهب ، والفضة ، والبلاتين .
- سوق المعادن الثانوية : مثل الانتموني، والكوبالت ، والزنبيق ، والتجنستن .
- سوق المعادن المركبة : وهي السبائك التي يدخل فيها النحاس والحديد.

ولا يجري التعامل داخل هذه الأسواق بأسلوب واحد ، فقد يتم عن طريق أسلوب البيع الحاضر، وقد يتم عن طريق أسلوب البيع المستقبلي (أو العقود المستقبلية)، وقد أصبحت هناك أسواق متخصصة في التعامل بالأسلوب الأول تسمى " أسواق السلع الحاضرة"، وأسواق أخرى متخصصة في التعامل بالأسلوب الثاني تسمى " أسواق السلع المستقبلية " أو " أسواق العقود".

ثانياً: أنواع البضائع في البورصة الحاضرة

السلع الدولية هي سلع لها مواصفات وشروط معينة، ويتم تداولها من خلال أسواق (بورصات) متخصصة، وفق أساليب ونظم محددة. ولذلك لا يمكن الفصل بين طبيعة هذه السلع وطبيعة الأسواق التي يتم تداولها بها، والأساليب والنظم التي تحكم هذا التداول.¹

مواصفات وشروط السلع الدولية:

السلع الدولية ليست سلعةً محددة بعينها ، وإنما هي سلع لها شروط ومواصفات خاصة، تتيح لها الإمكانية لأن تكون محلاً للتعامل وفق أساليب ونظم متبعة بأسواق – أو بورصات – السلع، ومن ثم فليست أي سلعة تصلح لأن تكون سلعة دولية وفق هذا الأساس. ومن أهم الشروط التي يجب توافرها في سلعة ما حتى يمكن أن نصفها بأنها دولية:²

أ. تجانس وحدات السلعة :وهذا يقتضي أن تكون السلعة من المثليات التي لا تتفاوت أحادها تفاوتاً كبيراً يعتد به في التعامل، بحيث من اللازم أن يكون لها مثل في السوق، ويتم تقديرها بالكيل أو الوزن أو العد، وذلك بما يسمح أن تحل أي كمية منها مكان أخرى من ذات النوع.

¹: محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سابق، ص 5.

²: محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سابق، ص 5.

ب. القابلية للترتيب: وذلك بأن تكون السلعة قابلة للتصنيف في درجات أو أصناف حسب جودتها، مثل: قطن باب أول، وقطن باب ثانٍ، وذهب عيار ١٥ ، وذهب عيار ٢١ وهكذا، وذلك حتى يمكن التعامل بهذه السلع وفقاً لنماذج معينة، أو بناءً على تسمية صنف معروف متفق عليه مسبقاً محدد الأوصاف.

ج. كبر حجم التعامل: وذلك أن يكون حجم الطلب على هذه السلع كبيراً - وكذلك حجم العرض - وذلك يتطلب أن يكون عدد المشترين والبائعين كبيراً، وتكون عامة الاستخدام، وهو ما يحقق السيولة لسوق هذه السلعة، ويعمل على تيسير المعاملات ببورصات تلك السلع، والتي يتطلب قيامها ومزاولتها لعملها بكفاءة عالية وجود هذا الحجم الكبير من التعامل لتلك السلع.

د. غير قابلة للتلف السريع: وذلك حتى تستطيع السلعة البقاء لمدة طويلة دون أن تتعرض للتلف، لكي يمكن تسليمها في التاريخ المحدد لذلك، ومن ثم فإن السلع التي لا تتوافر لها هذه السمة - كبعض أنواع الخضراوات - لا تصلح أن تكون سلعة دولية.

هـ. أن تكون في صورتها الأولية: حيث يشترط أن يتم التعامل بالسلعة في صورتها الأولية الخام أو نصف المصنعة، مثل أنواع معينة من السلع الزراعية: كالقمح ، والذرة، والبن، وأنواع معينة من الموارد الطبيعية كالذهب والبترو، فيما عدا بعض الحالات الاستثنائية كالسكر مثلاً.

ثالثاً: أساليب ونظم التعامل في بورصات البضائع

1. أسلوب البيوع الحاضرة للسلع الدولية:

أسلوب البيوع الحاضرة هو الأسلوب الذي يتم التعامل به في أسواق السلع الدولية الحاضرة، والذي بمقتضاه يتم بيع وشراء سلع موجودة فعلاً في المستودعات والمخازن والموانئ جاهزة للنقل، ويستطيع المشتري معاينتها قبل الشراء للتعرف على مدى مطابقة

مواصفاتها للشروط المطلوبة قبل تحرير العقد والذي يعتبر عقدًا نموذجيًا منظمًا من قبل لجنة السوق، ويتضمن جميع شروط التعاقد والتسليم ودفع الثمن.

وعلى ذلك يمكن تحديد أهم سمات هذا الأسلوب فيما يلي:¹

• يتم من خلال سوق منظمة: وهي بورصة البضائع الحاضرة والتي لها نظامها وقواعدها التي تحكم التعامل بها.

• وجود السلعة: فالسلعة محل التعاقد تكون موجودة فعلا ويستطيع المشتري فحص عينة منها بالبورصة، أو الانتقال خارجها لفحصها في المخازن والمستودعات.

• وجود رغبة حقيقية في التسليم والتسلم: فالمشتري يرغب في الحصول على السلعة والبائع لديه أيضًا رغبة وإمكانية حقيقية لتسليم هذه السلعة، فالغرض الحقيقي من التعامل غالبًا هو البيع والشراء الفعلي وليس مجرد إجراء تعاقدات صورية تحت ستار البيع والشراء.

• تسليم الثمن: ويعتمد هذا الأسلوب على تسليم كامل الثمن غالبًا وقت التعاقد وعند استلام السلعة، فهو بيع حاضر لوجود السلعة من ناحية وتسليم الثمن من ناحية أخرى.

• اعتماده على نظام المتخصصين: فعملية التعاقد تتم عن طريق الخبراء والتجار

والمتخصصين في التعامل في هذه السلع وفي تلك الأسواق.

• تحديد السعر: يعتمد تحديد السعر على نشرة سوق السلع نفسها، وهو عبارة عن متوسط أسعار العقود المبرمة في البورصة على بضاعة حاضرة لليوم السابق. وقد يكون سعر البيع هو سعر العقود في يوم معين مع تحديد زيادة أو تتريل على هذا السعر وفقًا لعوامل العرض والطلب على البضاعة.

وعمومًا سوف تتضح طبيعة هذا الأسلوب أكثر حينما يتم التعرض لاحقًا لأهم الفروق بينه وبين أسلوب البيوع المستقبلية.

¹: محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سابق، ص 9.

2. أسلوب البيوع المستقبلية:

مفهوم البيوع المستقبلية: البيوع المستقبلية - وتسمى العقود المستقبلية - هي تلك المعاملات التي تجري في أسواق محددة تعرف بأسواق العقود، وتتم عن طريق عقود نمطية مستقبلية تتعلق ببيع أو شراء سلع معينة غير موجودة فعلا في المخازن، حيث يتم الاتفاق على السعر والكمية عند التعاقد، ويكون استلام وتسليم البديلين في المستقبل حسب الاتفاق الذي تم في العقد.

ويمكن إيضاح هذا المفهوم من خلال بيان المقصود بكل عنصر من عناصره، وذلك على النحو التالي:¹

- أسواق العقود: وتسمى أسواق السلع المستقبلية، وهي أسواق منظمة يتم التعاقد فيها بين البائع والمشتري - عن طريق وسطاء - على تسليم سلعة ما في تاريخ لاحق على أن يدفع الثمن عند التسليم. وقد سميت أسواق العقود بهذا الاسم لأن التعامل فيها يجري على عقود في الحقيقة وليس على السلع ذاتها.
- عقود نمطية: والمقصود بالنمطية هنا تماثل العقود من حيث الكمية والجودة، فجميع الشروط عدا السعر والكمية محددة وليست محلا للتفاوض، بحيث يمكن أن تقوم كل وحدة من وحدات العقد مكان غيرها، وتعتبر نمطية العقود شرط ضروري يجب توافره حتى يمكن العمل بهذا الأسلوب في الأسواق، وحتى يمكن تداول تلك العقود بداخلها.
- عقود مستقبلية: حيث أن تنفيذها لا يتم إلا في المستقبل، لأن تسليم وتسلم الثمن والسلعة مؤجل إلى المستقبل، وإن كان يتم الاتفاق على السعر والكمية عند التعاقد.
- سلع معينة: حيث لا يتم التعامل بهذه الأسواق إلا لنوعية معينة من السلع التي يجب أن تتوفر لها شروط محددة وذلك حتى تتاح إمكانية تطبيق هذا الأسلوب.

¹: محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سابق، ص 10.

• سلع غير موجودة: فهذه السلع التي يتم التعاقد عليها غير موجودة فعلا في الأسواق في ذلك الوقت ولا في المخازن، حيث يتم التعامل على أساس سلع نموذجية لها مواصفات محددة يفترض قيام البائع بتوفيرها مستقبلا.

رابعاً: إدارة المخاطر في أسواق البضائع

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فإنه يواجه درجة معينة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تعتبر المخاطرة عنصراً هاماً يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري. وترتبط المخاطرة باحتمال وقوع الخسائر، فكلما زاد احتمال وقوع الخسائر كلما كان الاستثمار أكثر خطورة والعكس بالعكس.

أما العائد على الاستثمار فهو بمثابة المقابل الذي يتوقعه المستثمر مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار أو مقابل تخليه عن منفعة حالية على أمل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل. ونتيجة لهذه العلاقة الطردية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، فإن جميع المستثمرين يسعون لتحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر أو تخفيض المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد.

وهناك أكثر من تعريف لمخاطر الاستثمار منها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار، ومنها عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية المتأتية منه، وكذلك درجة التذبذب في العائد المتوقع أو درجة اختلاف العائد الفعلي قياساً بالمتوقع.¹ وتتناول إدارة المخاطر العلاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار وبين المخاطر التي تصاحب هذا الاستثمار، وذلك بقصد توظيف هذه العلاقة بما يؤدي إلى تعظيم قيمة ذلك الاستثمار من وجهة نظر أصحابه.

¹: فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008، ص 119 .

والتحوط يقصد به فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال إزالة الآثار السلبية المصاحبة لأسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو قيم الأصول المالية أو الحد منها وعادة ما يكون التحوط باستخدام أدوات المشتقات.¹

خامسا: المضاربة في أسواق البضائع

نتج عن تطور سوق للإتجار في المخاطر بواسطة فئة هم المضاربون، وعملية اتجارهم في مخاطر تقلبات الأسعار يمكن تسميتها بالمضاربة كما نشأت عمليات مختلفة من العقود متفرعة عن مبدأ تجنب مخاطر تذبذب الأسعار يقوم بها المنتجون وأصحاب الحاجة لحماية أنفسهم مستقبلا، تسمى التغطية الاحتياطية.²

يفترض المضاربون مخاطر الأسعار، لكنهم يريدون التخلص من جميع العوامل التي تقلل من فرص الربح، وتزداد عمليات التحوط مع تدخل المضاربين بأعداد كبيرة مع التأكد من العثور على سوق آجل آمن، ومن أجل تشجيع المستثمر على إجراء معاملات التحوط، يجب التخلص من كل ما لا يمثل مخاطر سعرية من سوق العقود الآجلة، فعندما تؤدي عمليات المراجعة لتغطية الأصول إلى افتراض مخاطر غير موجودة في سوق المنتجات المادية، يتم تقليل الحماية التي توفرها عملية التحوط وفقاً لذلك.³

¹: عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 81.

²: عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، الطبعة الأولى، مكتبة الهدى المحمدية، القاهرة، 2008، ص

164.

³: Yves Simon, Bourses de commerce et marchés à terme de marchandise, 2^e édition, Dalloz Gestion, Paris, 1981, P 33.

المحور الرابع: تطبيقات العقود الآجلة

العقد الآجل هو عقد شراء أو بيع كمية محددة من سلعة ما بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي معين بسعر متفق عليه عند إنشاء العقد، تتشابه العقود المستقبلية والعقود الآجلة بدرجة كبيرة، حتى ان الكثيرين يعتبرون العقود المستقبلية نوع من العقود الآجلة غير أنه يتم تداولها في بورصات منظمة .

أولاً: مفهوم العقود الآجلة

أثبتت أسواق العقود الآجلة ، التي تم اختراعها في نهاية القرن التاسع عشر لحماية المزارعين الأمريكيين من الاختلافات في أسعار الحبوب ، أنها رافعة قوية: فهي تسمح بالشراء دون الحاجة إلى الاستلام ، أو البيع على المكشوف - مما يسمح بالحصول على دفعة كبيرة ، مع دفعة صغيرة نسبياً.¹

يغلب على هذه العقود الطابع الشخصي ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة ، إذ يتفاوض طرفا العقد، على الشروط بما يتفق وظروف كل منهما، وغالباً ما تستخدم من قبل الشركات والبنوك لتقادي مخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما يستخدمها المستثمرون ضد مخاطر أسعار الفائدة عندما يرغب مستثمر ما الحصول على قرض معين ، يلجأ لشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل ثابت محدد مسبقاً، وأن يلتزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة بالعقد وعلى هذا النحو فإن المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود.²

¹ : Étienne Perrot, LA BOURSE exubérante autant que rationnelle, Études, n° 12 Tome 397, 2002 , P 620.

²: منير ابراهيم هندي- الاسواق الحاضرة والمستقبلية ، اسواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية - ط2-عمان-الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 1994 ص370.

أحد الشروط الأساسية لنجاح سوق العقود الآجلة هو احترام آلية التسليم وأنه يمكن أن يمثل ، بشكل طبيعي ، نتيجة تبادل العقود الآجلة.¹

العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أي أنها: "اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين". ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملاتها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم ووقت الدخول في العقد يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ويعني ذلك أن اتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئا.

وتتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه، حيث يقوم حائز المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي مساوي لسعر التسليم، ومن المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد آجل في وقت ما السعر السوقي للأصل.

وتتميز العقود الآجلة بما يلي:

- عقد بين طرفين يحتمل حصول أي منهم على مكاسب أو خسائر؛
- تعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة احد الأطراف على الوفاء بالتزاماته؛

¹ : R i c h a r d S A N D O R, LE MARCHE DES CONTRATS A TERME SUR U.S. TREASURY BOND AUX ETATS-UNIS, Collection GESTION, SÉRIE : Politique générale, Finance et Marketing, ECONOMICA, Paris, 1987 , P 26.

- تلك العقود تمتاز بمرونة في التفاوض على أي شرط من شروطها بما يتفق من طرفي العقد وتمتاز بسهولة الاستخدام.

ثانياً: تسعير العقود الآجلة

مثال 1: في أكتوبر 2016 اتفق طرفين البائع والمشتري على تسليم 100 طن من الفولاذ مقابل \$395|طن في جانفي 2017، حيث ان السعر الحالي للفولاذ هو \$390|طن . وبهذا يكو المشتري قد ثبت السعر عند مستوى \$ 395 الذي لا يحمله أي خسارة . ما هو الربح و الخسارة بالنسبة للطرفين في كل حالة.

الحالة الأولى: اذا ارتفع السعر السوقي الى \$403|طن،

الحالة الثانية: اذا انخفض السعر السوقي الى \$388|طن

الحالة الأولى: اذا ارتفع السعر السوقي الى \$403|طن،

في هذه الحالة اذا تم تنفيذ العقد:

فالمشتري يحقق ربح قدره $800\$ = 100 * (395.403)$

والبائع يتكبد خسارة قدرها $800\$ = 100 * (403.395)$.

الحالة الثانية: اذا انخفض السعر السوقي الى \$388|طن

في هذه الحالة اذا تم تنفيذ العقد:

فالمشتري يتكبد خسارة قدرها $-700\$ = 100 * (395.388)$

والبائع يحقق ربح قدره $700\$ = 100 * (388.395)$

تنشأ المشكلة إذا تخلف أحد الأطراف في الأداء، حيث انه قد لا يقبل المتداول البيع إذا

ارتفعت أسعار الفولاذ بشكل كبير مثل على سبيل المثال \$410|طن في جانفي 2017 ،

وفي هذه الحالة ، قد لا يكون قادراً على البيع بسعر \$395|طن. من ناحية أخرى ، إذا

أفلس المشتري أو إذا انخفض سعر الفولاذ في جانفي 2017 إلى \$380|طن، فهناك حافز للتخلف عن السداد. كل هذه الحالات تحفز كل من البائع والمشتري في عدم تنفيذ العقد. ليكن مثلا سعر الفولاذ في السوق الفورية \$420|طن، وفي السوق لآجل مختلف تماما، لماذا هذا الاختلاف؟

• يعود الاختلاف الى عدة عوامل:

- العامل الأساسي هو تكلفة التخزين من اليوم حتى تاريخ العقد الآجل حيث انه يتضمن تكاليف التخزين والتأمين.

- تكلفة سعر الفائدة

وبالتالي يتحدد سعر العقد الآجل كما يلي:

- في حالة عدم وجود تكاليف التخزين: $F_0 = S_0 e^{-rT}$

- في حالة وجود تكاليف التخزين: $F_0 = (S_0 + U) e^{rT}$

F: Forward Price السعر الآجل

S: spot Price السعر الفوري

U: cost of storage تكاليف التخزين

r: the risk-free rate معدل العائد الخالي من الخطر

T: time , e=2.7183

مثال 2: ليكن السعر الفوري للفولاذ هو \$420|طن، اذا علمت ان تكلفة التخزين هي \$2 للوحدة وان معدل العائد الخالي من الخطر هي 10%، ما هو سعر عقد آجل 3 اشهر.

الحل:

لنفرض انه ليس هناك تكلفة التخزين عندها يكون سعر العقد الآجل هو \$430.63 =

$$F_0 = 420 \times e^{0.1 \times 3/12}$$

اذا كان هناك تكاليف التخزين : $U = 2 e^{0.1 \times 3/12} = 2.0506$

ومنه سعر العقد لأجل هو: $F_0 = (420 + 2.0506) \times e^{0.1 \times 3/12} = 432.735 \$$

بالإضافة الى هذه العوامل هناك عوامل أخرى وهي عوامل غير قياسية، يمكن ان تساهم في تحديد سعر العقد الآجل والتمثلة في:

توقعات السوق: تعتبر توقعات السوق للسلعة سبب لتباين في العرض والطلب، فمثلا اذا كان المتداولين صعودين بشأن السلعة فإن الأسعار الآجلة أعلى من سعر التعادل لأجل بينما اذا كان هناك توجه للانخفاض الطلب على السلعة فإن الأسعار الآجلة تكون اقل عن سعر التعادل الآجل.

التحكيم: يتمثل في الاستفادة من الفارق في الأسعار من سوق واحدة الى أخرى (أي الشراء في السوق اين السعر منخفض وإعادة البيع في السوق اين الأسعار مرتفعة)، وهذا يؤثر على أسعار العقود الآجلة.

مثلا: اذا كان سعر الذهب هو $41.47 \$$ غ في بورصة نيويورك و $42.07 \$$ غ في بورصة لندن، فيمكن للمستثمر ان يحقق ربح من فارق الأسعار بين البورصتين، حيث يشتري في بورصة نيويورك بسعر $41.47 \$$ غ ويبيع فوراً ب $42.07 \$$ غ في بورصة لندن وبالتالي يحقق ربح $0.60 \$$ غ.

العوامل التنظيمية: قد تكون السياسات الحكومية الخاصة بالسلع الأساسية عاملاً رئيسياً في تحديد الأسعار. مثل إذا فرضت الحكومة ضرائب على واردات الصلب، فسوف ترتفع أسعار الصلب المحلية في كل من الأسواق الفورية والأسواق الآجلة.

الأسواق الدولية: تؤثر أسعار السلع في الأسواق الدولية إلى حد ما على أسعار السلع الأساسية في الأسواق الفورية والآجلة.

ثالثا: مخاطر التعامل بالعقود الآجلة

1- مخاطر عمد القدرة على الوفاء بالتزامات العقد: وذلك بسبب عدم تداول هذا النوع من العقود في سوق منظم مثل المستقبلات فهي لا تتمتع بالحماية التي توفرها شركة التسوية

(دار المقاصة) بشأن الوفاء بالالتزامات العقد، والحل هو التأكد والتحقق بين الطرفين من قدرة ورغبة الطرف الآخر في الوفاء.

2- مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد: فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو ايجاد طرف ثالث بشأن عقد آخر، الأمر الذي قد يصاحبه بعض التنازلات يطلق عليها مخاطر تسويق العقد.

3- تكلفة مرتفعة للتعاملات: تتمثل في التكلفة النقدية المصاحبة للعقد وتكلفة البحث عن أطراف التعاقد.

رابعاً: البيع على المكشوف في أسواق العقود الآجلة

1. تعريف البيع على المكشوف

ويسمى البيع القصير وهو احد انواع البيوع الفورية. وهو عبارة عن قيام شخص ببيع اشياء لا يملكها عن طريق اقتراضها من اخرين سواء كانوا من السماسرة او البنوك او شخص آخر مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتسليمها الى السمسار او البنك او المقترض الآخر في وقت محدد. والالتزام برهن المبلغ الذي باع فيه ما أقرضه الى السمسار او البنك حتى يسدد الشخص القرض . اما ماذا يستفيد السمسار او البنك فهو استغلال المبلغ المرهون حتى وقت سداد القرض وهو ارجاع نفس القرض فإذا اقترض اسهماً فإنه يرجع اسهماً ، عملات يرجع نفس العملات وهكذا ، كما ان الغرض من البيع على المكشوف هو المضاربة فقط ، أي الحصول على الربح من فرق السعر بين يوم عقد القرض وبين يوم السداد¹.

¹: فتحي سليم زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 12.

ويعتبر البيع على المكشوف من أساليب التداول التي تتيح للمستثمر الاستفادة من حالات انخفاض الأسواق دون الحاجة إلى انتظار انتهاء الانخفاض للدخول إلى السوق. ويعرف البيع على المكشوف على أنه بيع أصول مالية مثل الأسهم أو العملات وغيرها دون امتلاك هذا الأصل ومن ثم إعادة شراؤه عند انخفاض السعر والاستفادة من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

وللتوضيح:¹

لنفترض أن سعر سهم شركة فيسبوك حاليا هو 125.26 دولار، وأن المستثمر يتوقع انخفاض سعر السهم إلى 124 دولار، ولكن المستثمر لا يملك سهم فيسبوك، وهنا يكون التساؤل هل بإمكان المستثمر الاستفادة من هبوط السعر؟

لنفترض أن مستثمرا آخر يمتلك 1000 سهم من أسهم فيسبوك ولا يرغب ببيع هذا السهم وذلك لأغراض استثمارية طويلة المدى، وبذلك يكون لدينا من يملك ولا يرغب بالبيع ومن لا يملك ويرغب بالبيع.

لنفترض أن كلا المستثمرين اجتمعا واتفقا على قبول المستثمر الثاني الذي يملك الأسهم أن يقوم بإقراض أسهمه للمستثمر الأول الذي يرغب ببيع سهم فيسبوك مقابل قيام الأخير بوضع الضمانات المناسبة لإعادة الأسهم وتحمله أي تكاليف. في هذه الحالة أصبح لدى المستثمر الأسهم يمكنه بيعها وعليها يقوم بالبيع ويصبح لديه مبلغ 125,260 دولار في الوقت نفسه هو مدين للمستثمر الثاني بعدد 1,000 سهم فيسبوك ويكون هنا عليه انتظار هبوط السعر، وبالتالي يكون هناك احتمالين:

الاحتمال الاول

¹ :<https://www.avatrade.ar.com/education/trading-for-beginners/short-selling>

هو أن يهبط سعر سهم فيسبوك ولنفترض أنها هبطت إلى 124 دولار للسهم ويتمكن المستثمر الأول من شراء أسهم فيسبوك مقابل 124,000 دولار وبذلك يكون المستثمر الأول قد تمكن من استعادة عدد 1,000 سهم وأن يقوم باعادتها إلى المستثمر الثاني ويتبقى معه 1,260 دولار هي صافي الربح يخصم منها أي عمولات مرتبطة بعملية الاقتراض وعملية التداول.

الاحتمال الثاني

هو أن يرتفع السعر ويقرر المستثمر الأول أنه كان مخطئاً بتوقعاته ويكون عليه إعادة الشراء بالسعر الحالي في السوق ولنفترض أنه 126 دولار للسهم وبذلك يكون عليه دفع مبلغ 126,000 دولار بخسارة تبلغ 740 دولار يضاف إليها أي عمولات متعلقة بالاقتراض وعملية التداول.

2. ميزات البيع على المكشوف

يحمل البيع على المكشوف ميزتين رئيسيتين للمستثمر حيث يمكن أن تمثل فرصة للمضاربة والاستفادة من حالات السوق المختلفة سواء ارتفاع أو هبوط بالإضافة إلى استخدام البيع على المكشوف في التحوط لمراكز الشراء وإدارة المخاطر في حال هبوط سعر أصول تمتلكها ولا ترغب بالتخلي عنها.

3. المضاربة باستخدام البيع على المكشوف:

تعتبر المضاربة باستخدام البيع على المكشوف من الأساليب شائعة الانتشار والتي توفر للمتداول القدرة على الاستفادة من حالات السوق المختلفة سواء ارتفاع أو هبوط ويلجأ العديد من المضاربين للبيع على المكشوف إيماناً بأن الهبوط عادة ما يكون أكثر سرعة من

الارتفاع في الاسواق المالية نتيجة أن عامل الخوف يتفوق على عامل الأمل لدى المتداول مما يجعل الفرصة للاستفادة من الهبوط وتحقيق أرباح أعلى يحمل احتماليات أكبر للمستثمرين.

4. التحوط باستخدام البيع على المكشوف:

ويمكن هنا للمستثمرين ممن يرغبون بالاستفادة من مراحل الارتداد في السوق مع بقائهم في مراكزهم اللجوء إلى البيع على المكشوف مما يتيح لهم فرص الاستفادة من الارتداد في السعر على المدى القصير مع البقاء ضمن الاتجاه الصاعد على المدى الطويل. كذلك فإن اللجوء إلى البيع على المكشوف من أجل التحوط ينتشر في الفترات التي يتم فيها ترقب أخبار مهمة يمكن أن تؤثر بشكل كبير على الأسواق وبالتالي يلجأ المستثمر إلى البيع على المكشوف لتقليل المخاطر في حال هبوط السعر بشكل سريع عند صدور خبر معين دون قدرته على اغلاق مراكز البيع لديه بسرعة كافية.

5. عيوب البيع على المكشوف

أ. مخاطر غير محدودة:

يعتبر من أهم مخاطر البيع على المكشوف هو عدم وجود حدود للمخاطر التي يتحملها المستثمر في حال ارتفاع سعر الأصل الذي قام ببيعه وبشكل خاص إذا كان الهدف من البيع على المكشوف هو المضاربة وليس التحوط وبالتالي فإن الارتفاع في سعر السهم ليس له حدود بخلاف الانخفاض الذي لا يمكن أن يهبط إلى مستوى أقل من صفر وبالتالي تعتبر مخاطر الخسارة نتيجة ارتفاع الأصل غير محدودة مقارنة بمخاطر الانخفاض. وبالتالي فإن المستثمر الذي يلجأ إلى البيع على المكشوف يحمل خطر التعرض لخسائر يمكن أن تتخطى قيمة رأس المال الاجمالي له وأن يصبح مطالباً بمبالغ أخرى.

ب. مخاطر توزيعات الأرباح:

تقوم الشركات بالإعلان عن تاريخ محدد لمن يستحق الحصول على توزيعات الأرباح على السهم وبالتالي يتم حصر من يحملون السهم في تاريخ محدد عادة ما يكون تاريخ اجتماع الجمعية العمومية وهم من يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح في هذه الحالة. عند البيع على المكشوف بتاريخ يسبق تاريخ استحقاق الأرباح وبيع السهم بعد انتهاء فترة الاستحقاق يصبح البائع على المكشوف مدينا بقيمة توزيعات الأرباح والتي يمكن أن تتخطى قيمة الأرباح المتحققة من انخفاض السعر وبذلك يكون البيع على المكشوف قد حقق أرباحا نتيجة انخفاض السعر ولكنه خسرها نتيجة دفع بدل توزيعات الأرباح التي استحقها السهم.

ج. مخاطر التجزئة المفاجئة

تلجأ بعض الشركات إلى تجزئة نفسها لعدة أسباب قد يكون منها فصل وحدة غير منتجة في الشركة عن الوحدات التي تحقق أرباحا في الشركة وهو ما يتسبب في تحول الشركة إلى شركتين أو عدة شركات.

وهنا يصبح البائع على المكشوف مدينا بسهمين أو أكثر عن كل سهم قام ببيعه من الشركة الأساسية وبالتالي تصبح مخاطر المركز مضاعفة حيث يصبح معرضا لتحرك كلا الشركتين واللذان قد تتحركا في اتجاه مختلف حيث عادة ما يرتفع سعر الشركة التي تضم الوحدات المنتجة بسرعة نتيجة تخلصها من الوحدة غير المنتجة وينخفض سعر الشركة الجديدة التي تضم الوحدة غير المنتجة وبالتالي تكون الخسارة الناتجة عن ارتفاع الشركة الأولى أكبر من الربح المتحقق من انخفاض الشركة الثانية.

6. كيف يمكن البيع على المكشوف؟

يعتبر الوصول إلى شخص يقبل باقراض أسهمه لمستثمر آخر بشكل فردي أمرا صعبا للغاية وقد لا يكون متاحا في العديد من الأحيان للمستثمرين وهنا يلجأ المستثمرون إلى وسيلتين

رئيسيتين للبيع على المكشوف سواء عن طريق وسيط تداول أو عن طريق العقود مقابل الفروقات.

أ. البيع على المكشوف عن طريق وسيط التداول

في هذه الحالة يقوم وسيط التداول بتوفير الأصول للمستثمر ويقوم بالوساطة في البيع والشراء وقيد العمليات إلى حساب المستثمر ولا يمكن للمستثمر التصرف في المركز إلا من خلال وسيط التداول حيث يكون عليه أن يقدم لوسيط التداول ضمانات ضد الخسارة تتمثل في الهامش الذي يعتبر بمثابة تأمين ضد الخسارة.

وفي حال انخفاض قيمة هذا التأمين يكون المستثمر قد وصل إلى ما يعرف بمرحلة المطالبة بالهامش أو إنذار الهامش ويكون على المستثمر الاختيار ما بين إغلاق مركز البيع على المكشوف وقبول الخسارة المحققة التي يتم خصمها من رصيد الهامش الخاص بالمستثمر أو في حال رغبته بالاستمرار في المركز يكون عليه زيادة مبلغ الهامش المتوفر في حساب التداول الخاص به لدى الوسيط.

ب. البيع على المكشوف من خلال العقود مقابل الفروقات

العقود مقابل الفروقات هي عبارة عن عقود يتم تداولها من أجل الاستفادة من الفرق في السعر دون الامتلاك الحقيقي للأصل المتداول وحقوق العقد المتداول كاملة بالإضافة إلى أن العقد مقابل الفروقات يتم تسعيره بما يعرف بالسوق الثانوي أو التداول خارج المقصورة وبالتالي يحتوي السعر على كافة المصاريف والتكاليف المرتبطة بالأصل ويتم تعديل السعر بناء على أي إضافات أو خصومات للسهم على سبيل المثال توزيعات الأرباح وغيرها. ويتم تداول العقود مقابل الفروقات أيضا من خلال الوسيط من خلال ما يعرف بحساب الرافعة المالية حيث يقوم المستثمر بإيداع مبلغ الهامش ويقوم بالتداول بأضعاف المبالغ التي قام باستثمارها حيث تصل في بعض الأحيان إلى 400 ضعف قيمة رأس المال المستثمر.

المحور الخامس : تطبيقات عقود الخيارات

عقود الخيارات أداة من أدوات السوق المالي ظهرت كوسيلة تحوطية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، والمضاربون لتعظيم أرباحهم، وهي من أكثر المنتجات استخداما في الأسواق المالية.

أولاً: تعريف عقد الاختيار

تعتبر عقود الخيارات أحد أهم المشتقات المالية المستخدمة في إدارة التحوط من المخاطر المالية، حيث أنها كغيرها من المشتقات المالية تشتق قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول السلعية أو الأصول المالية المرتبطة بها.¹

ويسمى هذا النوع من العقود "حقوق أو عقود الاختيار" نظراً لأنها تعطي مشتري العقد الحق (وليس التزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) كتعويض أو مكافأة بسعر محدد متفق عليه مقدماً، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنتضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء (حق الاختيار الأمريكي) أو أن التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد (حق الاختيار الأوروبي).²

ثانياً: خصائص وسمات عقود الخيارات

تتميز عقود الخيارات المالية المعاصرة بجملة من الخصائص ، نجملها فيما يلي:³

1) . الخيار ورقة مالية مشتقة ، تستمد قيمتها من مادة الخيار المذكورة في العقد (أسهم ، سندات ، أو أي ورقة مالية أخرى) .

¹: ابراهيم اونور، اداة المخاطر في الاسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 105، تموز 2011، ص 3.

²: محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية ، مصر، 2004، ص 105.

³ - حنفي : عبد الغفار ، بورصة الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، (د،ط) ، 2003 ، ص

- (2) . توقعات طرفي العقد مختلفة أمام ما يمكن أن يؤول إليه الوضع بخصوص مادة الخيار المذكورة ، وإلا ما تم التعاقد أصلا ، إذ يتوقع طرف ارتفاع سعر السهم خلال مدة الممارسة فيقدم على شراء حق الشراء ، ويتوقع الطرف الآخر عدم تجاوز السعر السائد (القيمة السوقية وقت التعاقد) ، فيقدم على بيع حق الشراء أملا في الفوز بالمكافأة .
- (3) - إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه ، وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار .
- (4) - إن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت (أي باعت) عقد الخيار ، وتكون ملتزمة بتنفيذه ، عندما يرغب مشتريه ممارسته للحق الذي اشتراه .
- (5) . إن عقود الخيارات قابلة للتداول ، بمعنى أن صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما .
- (6) . خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة) ، وأرباحه غير محدودة فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء ، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم ، ومغلقة لمشتري خيار البيع تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظريا) .
- (7) . تمكّن عقود الخيارات أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار ، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل .
- (8) . إنها توفر أربعة حالات تعامل ممكنة هي : شراء حق ممارسة الشراء ، وشراء حق ممارسة البيع ، وبيع حق ممارسة الشراء ، وبيع حق ممارسة البيع .
- (9) . امتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفا ، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق سعري، وإذا أصر طرف على الاستلام . وهو أمر غير وارد غالبا . يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناء عليه فتكون المحصلة واحدة ، أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام أو التسليم مستحيلا .

ثالثاً: أركان عقد حق الاختيار

يتكون عقد حق الاختيار من سبعة أركان أساسية وهي:¹

أ. **مشتري الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق اختيار بيع أو حق اختيار شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الاختيار.

ب. **محرر الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بتحرير (أو إعطاء الحق) لصالح المستثمر مقابل مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

ج. **سعر التنفيذ:** وهو سعر الورقة المالية (الأصل محل التعاقد) وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو سعر السوق الجاري لهذه الورقة المالية.

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

و. **تاريخ إبرام الاتفاق أو تاريخ التعاقد:** وهو عادة أو يوم لسريان الاتفاق.

هـ. **تاريخ الانتهاء:** وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، وهذا التاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الاختيار الأوروبي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد يقرر فيه مشتري الحق طلب تنفيذ العقد وذلك وفقاً للاختيار الأمريكي.

ي. **المكافأة:** وهي مبلغ متفق عليه بين طرفي العقد بحيث يقوم مشتري حق الاختيار بدفعه إلى محرر الحق مقابل أن يكون لمشتري الاختيار ما بين تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

¹: الصعيدي عبد العزيز حمود، كيف تتجاوز مخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية، الطبعة الثانية، مكتبة العبيكان،

الرياض، 2005، ص 27.

رابعاً: أنواع عقود حق الاختيار

يمكن تقسيم أنواع عقود الخيارات المتداولة في أسواق المشتقات المالية إلى عقود الخيارات العادية وعقود الخيارات غير العادية:

1. عقود الخيارات غير العادية:

نتيجة لتعدد احتياجات المستثمرين وتعدد وتنوع المخاطر المالية التي تواجه المستثمرين في العديد من الاسواق المالية خاصة المتطورة منها، فقد أصبح من الضروري استحداث أنواع جديدة من الخيارات تلبى احتياجات المستثمرين المختلفة.

ومن أهم أنواع الخيارات غير العادية الآتي :¹

أ. **عقود الخيارات الآجلة:** يشترط هذا النوع من عقود الخيارات بأن يدفع مشتري عقد الخيار عمولة شراء العقد لحظة إبرام العقد، بحيث يؤجل بدء سريان العقد إلى تاريخ معلوم في المستقبل، ويؤجل سعر تنفيذ الخيار أيضاً في المستقبل. لذلك فإن هذا النوع من العقود يتضمن ثلاث معلومات أساسية: تاريخ التعاقد، تاريخ بدء سريان العقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.

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

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

¹: ابراهيم اونور، مرجع سابق، ص 5.

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

2. عقود الخيارات العادية: هناك نوعان رئيسيان من عقود الخيارات العادية هما:

أ. خيار الشراء: يلاحظ أن توقعات كل من مشتري حق ومحرر حق اختيار الشراء تكون مختلفة حيث يتوقع مشتري الحق إرتفاع الأسعار الاوراق المالية في المستقبل بينما محرر حق اختيار الشراء يتوقع العكس، ويمكن تحليل موقف كل من المستثمر ومحرر الحق على النحو التالي:¹

- في حالة ارتفاع أسعار الاوراق المالية:

قرار مشتري الحق: يطلب مشتري الحق من المحرر ضرورة تنفيذ الاتفاق.

ويمكن حساب قيمة حق اختيار الشراء كما يلي:

قيمة حق اختيار الشراء = السعر السوقي - سعر التنفيذ (دائما موجبة أو صفر)

أرباح أو خسائر مشتري الحق = قيمة حق الاختيار - المكافأة

قرار محرر الحق: محرر حق اختيار الشراء ملتزم بتنفيذ الاتفاق لمشتري الحق.

أرباح أو خسائر المحرر = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر السوق

- في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية:

¹: محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 110.

قرار مشتري الحق: عدم تنفيذ الاتفاق

قيمة حق الاختيار = السعر السوقي - سعر التنفيذ

أرباح أو خسائر المستثمر = قيمة حق الاختيار - المكافأة

قرار المحرر: لم يطلب المستثمر تنفيذ الصفقة أي أن أرباح المحرر تتمثل في قيمة المكافأة التي تحصل عليها.

أرباح أو خسائر المحرر = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر التنفيذ

مثال:

أحد المستثمرين يرغب في شراء عدد من أسهم إحدى الشركات في تاريخ لاحق في المستقبل (في 01 جانفي القادم) وتشير توقعات المستثمر أن أسعار الأسهم سوف ترتفع في المستقبل مقارنة بسعر السهم الحالي وهو 100 دولار، ولتجنب مخاطر ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل قام بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لبيع هذه الأسهم يوم أول جانفي بالسعر الحالي (100 دولار) نظير حصوله على مكافأة من المستثمر مقدارها 7 دولار عن كل سهم.

المطلوب: ما هو القرار وما هي المكاسب والخسائر المترتبة عليه لكل من الطرفين في حالة:

1- ارتفاع سعر السهم في 01 جانفي إلى 120 دولار

2- انخفاض سعر السهم في 01 جانفي إلى 90 دولار

الحل

1. في حالة ارتفاع سعر السهم 120 دولار:

أ. قرار مشتري الحق: تنفيذ الاتفاق

قيمة حق خيار الشراء = سعر السوق - السعر التنفيذ = 120 - 100 = 20 دولار

الربح او الخسارة = قيمة حق الخيار - المكافأة = $7 - 20 = 13$ دولار

ب. قرار محرر الحق : الالتزام بتنفيذ الاتفاق

الربح او الخسارة = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر السوق = $120 - (7 + 100) = 13$ دولار

2. في حالة انخفاض سعر السهم 90 دولار:

أ. قرار مشتري الحق: عدم تنفيذ الاتفاق

قيمة حق اختيار الشراء = سعر السوق - السعر التنفيذ = $100 - 90 = 0$ دولار

الربح او الخسارة = قيمة الحق - المكافأة = $7 - 0 = 7$ دولار

ب. قرار محرر الحق : الالتزام بعدم تنفيذ الاتفاق

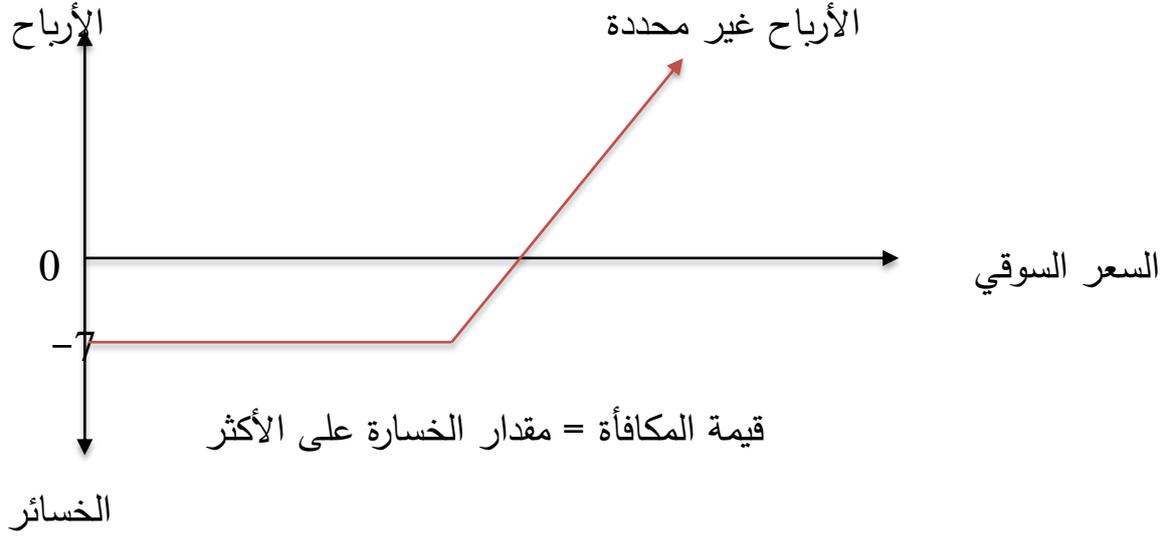
الربح او الخسارة = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر التنفيذ = $100 - (7 + 100) = 7$ دولار

3- أكمل الجدول التالي :

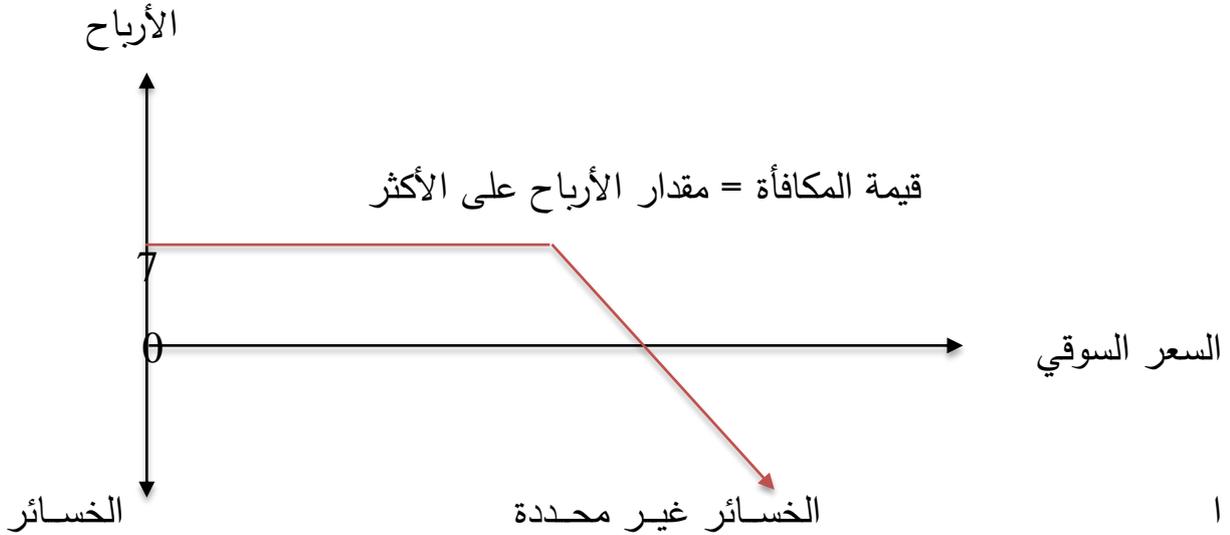
السعر السوقي	سعر التنفيذ	المكا فأة	قيمة حق خيار الشراء	أرباح أو خسائر المشتري	قرار المشتري	أرباح أو خسائر المحرر
80	100	7	$0 = 100 - 80$	$7 - 0 = 7$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7 = 100 - (7 + 100)$
85	100	7	$0 = 100 - 85$	$7 - 0 = 7$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7 = 100 - (7 + 100)$
90	100	7	$0 = 100 - 90$	$7 - 0 = 7$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7 = 100 - (7 + 100)$
93	100	7	$0 = 100 - 93$	$7 - 0 = 7$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7 = 100 - (7 + 100)$
100	100	7	$0 = 100 - 100$	$7 - 0 = 7$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7 = 100 - (7 + 100)$
107	100	7	$7 = 100 - 107$	$0 = 7 - 7$	تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق	$0 = 107 - (7 + 100)$
110	100	7	$10 = 100 - 110$	$3 = 7 - 10$	تنفيذ الاتفاق	$3 = 110 - (7 + 100)$
120	100	7	$20 = 100 - 120$	$13 = 7 - 20$	تنفيذ الاتفاق	$13 = 120 - (7 + 100)$
130	100	7	$30 = 100 - 130$	$23 = 7 - 30$	تنفيذ الاتفاق	$23 = 130 - (7 + 100)$

التمثيل البياني:

موقف مشتري حق خيار الشراء



موقف محرر حق خيار الشراء



ملاحظة :

- كلما ارتفع السعر السوقي زادت أرباح المستثمر (صاحب حق اختيار الشراء) في حين إذا انخفض السعر السوقي سوف يتحمل المستثمر خسارة لن تزيد عن قيمة المكافأة مهما انخفض السعر، ويطلق على حق اختيار الشراء في هذه الحالة "حق اختيار الربح".

- كلما انخفض السعر السوقي للسهم وعندما يقرر المستثمر عدم تنفيذ الاتفاق سوف يحقق محرر حق اختيار الشراء أرباحاً لن تزيد عن مقدار المكافأة مهما انخفض السعر، بينما الخسائر التي يتحملها بارتفاع السعر السوقي للسهم تكون غير محددة.
- وجود علاقة طردية بين السعر السوقي للسهم وأرباح المستثمر، بينما توجد علاقة عكسية بين السعر السوقي للسهم وخسائر محرر حق اختيار الشراء.

ب. خيار البيع: يلاحظ أن مشتري حق اختيار البيع يتوقع أن تتخفض أسعار الأوراق المالية في المستقبل، بينما يتوقع محرر حق اختيار البيع أن أسعار هذه الأوراق سوف ترتفع في المستقبل. ويمكن تحليل موقف المستثمر (مشتري حق اختيار البيع) ومحرر الحق كما يلي:¹

- في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية:

قرار مشتري الحق: تنفيذ الاتفاق

قيمة حق خيار البيع = سعر التنفيذ - السعر السوقي (دائماً موجبة أو صفر)

الربح أو الخسارة = قيمة حق خيار البيع - المكافأة

قرار محرر الحق: الالتزام بتنفيذ الاتفاق

الربح أو الخسارة = (سعر السوق + المكافأة) - سعر التنفيذ

- في حالة ارتفاع سعر الأوراق المالية:

قرار مشتري الحق: لا يطلب تنفيذ الاتفاق

قيمة حق خيار البيع = سعر التنفيذ - السعر السوقي

الربح أو الخسارة = قيمة حق خيار البيع - المكافأة

ب. قرار محرر الحق: الالتزام بعدم تنفيذ الاتفاق

الربح أو الخسارة = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر التنفيذ

¹: محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 117.

مثال:

نفس التمرين السابق مع استبدال الحق من حق اختيار شراء إلى حق اختيار بيع حيث أن أحد المستثمرين قام بشراء عدد كم الأسهم ب 100 دولار ويرغب في بيعها في 01 جانفي وتشير التوقعات إلى احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية في شهر جانفي ، ولتجنب هذه المخاطر قام المستثمر بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لشراء هذه الأسهم في 01 جانفي بالسعر السائد في السوق على أن يدفع المستثمر مكافأة قدرها 7 دولار عن كل سهم. ما هو قرار ومكاسب وخسائر المترتبة عليه لكلى الطرفين في الحالات التالية:

- إذا انخفض سعر السهم في 01 جانفي إلى 90 دولار

- إذا ارتفع سعر السهم في 01 جانفي إلى 120 دولار

الحل

- في حالة انخفاض سعر السهم 90 دولار:

قرار مشتري الحق: تنفيذ الاتفاق

قيمة حق خيار البيع = سعر التنفيذ - السعر السوقي = 100 - 90 = 10 دولار

الربح او الخسارة = قيمة حق خيار البيع - المكافأة = 10 - 7 = 3 دولار

ب. قرار محرر الحق : الالتزام بتنفيذ الاتفاق

الربح او الخسارة = (سعر السوق + المكافأة) - سعر التنفيذ = 100 - (7 + 90) = 3-

دولار

2. في حالة ارتفاع سعر السهم 120 دولار:

أ. قرار مشتري الحق: عدم تنفيذ الاتفاق

قيمة حق خيار البيع = سعر التنفيذ - السعر السوقي = 100 - 120 = 0

الربح او الخسارة = قيمة حق خيار البيع - المكافأة = 0 - 7 = -7 دولار

ب. قرار محرر الحق : الالتزام بعدم تنفيذ الاتفاق

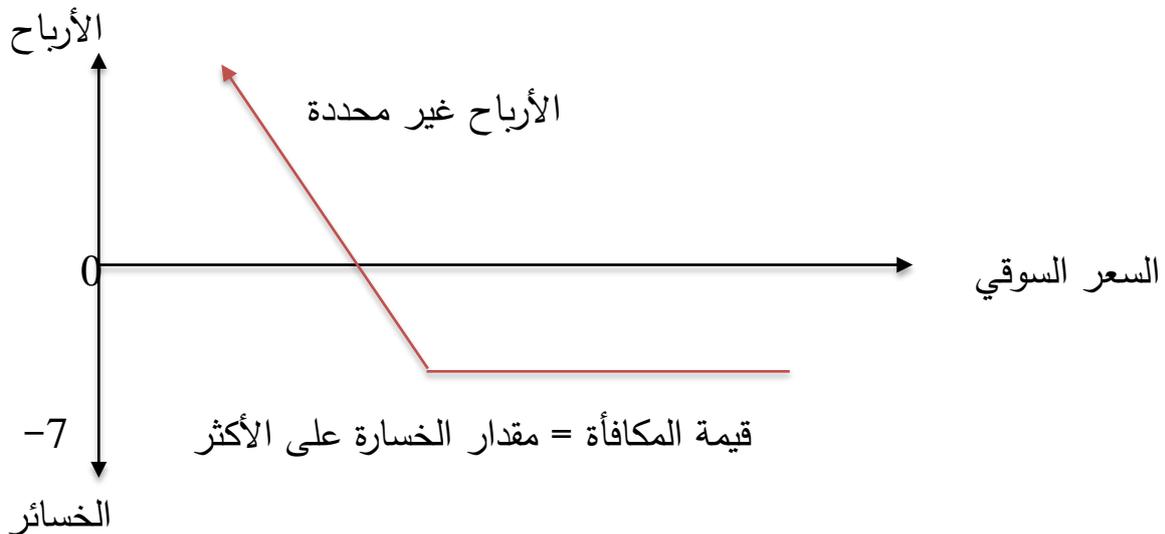
الربح او الخسارة = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر التنفيذ = $7 = 100 - (7 + 100)$ دولار

الجدول الموالي يوضح مكاسب وخسائر المستثمر ومحرر حق خيار البيع تبعا لتغير سعر السهم:

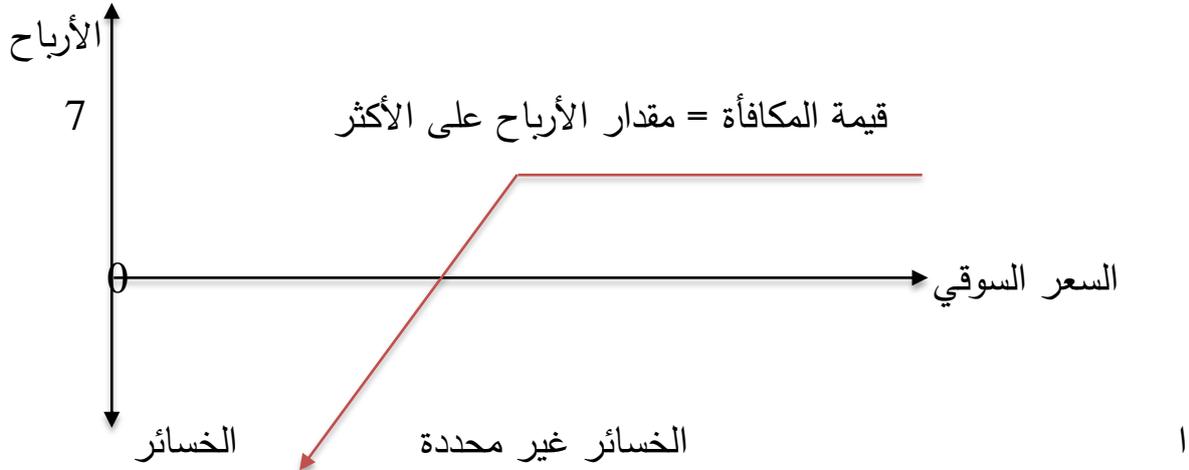
السعر السوقي	سعر التنفيذ	المكا فأة	قيمة حق خيار البيع	أرباح أو خسائر المستثمر	قرار المستثمر	أرباح أو خسائر المحرر
80	100	7	$20=80-100$	$13=7-20$	تنفيذ الاتفاق	$-13=100-(7+80)$
85	100	7	$15=85-100$	$8=7-15$	تنفيذ الاتفاق	$-8=100-(7+85)$
90	100	7	$10=90-100$	$3=7-10$	تنفيذ الاتفاق	$-3=100-(7+90)$
93	100	7	$7=93-100$	$0=7-7$	تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق	$0=100-(7+93)$
100	100	7	$0=100-100$	$-7=7-0$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7=100-(7+100)$
107	100	7	$0=107-100$	$-7=7-0$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7=100-(7+100)$
110	100	7	$0=110-100$	$-7=7-0$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7=100-(7+100)$
120	100	7	$0=120-100$	$-7=7-0$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7=100-(7+100)$
130	100	7	$0=130-100$	$-7=7-0$	عدم تنفيذ الاتفاق	$7=100-(7+100)$

. التمثيل البياني:

موقف مشتري حق خيار البيع



موقف محرر حق خيار البيع



خامسا: أنواع أخرى من عقود الاختيارات

بخلاف الأنواع التقليدية لعقود الاختيار هناك أنواع أخرى يمكن الإشارة إليها فيما يلي:¹

1. **عقود خيار صناديق الاستثمار:** واحدة من أكثر أساليب الاستثمار شعبية وأدائها تكلفة وأقلها مخاطرة هي صناديق الاستثمار، ذلك أن أي مستثمر أصبح بوسعه من خلال هذه الآلية أن يساهم في عدد كبير من أسهم الشركات وكذا أذون الخزانة وصكوك السندات وغيرها من القيم المنقولة التي يسمح لهذه الصناديق باستثمار أموالها فيها. ولا يقتضي ذلك من المستثمر أن يمتلك رأس مال كبير، فقد يكفيه 1000 دولار أمريكي لشراء وثيقة في الصندوق، ومن المعلوم أن الصندوق يقوم بتجميع الأموال من حملة الوثائق ثم يقوم في مرحلة تالية باستثمارها في الأسهم والسندات أو هما معا، ويقوم الصندوق بعدها بتحويل سلطة إدارته إلى أحد مديري استثمار محافظ الأوراق المالية المحترفين وذلك بغرض إدارة المحفظة.

والجديد أن صناديق الاستثمار تقوم بإنشاء عقود خيار شراء مقابل الأسهم المملوكة لها، وعند التعاقد يقوم الصندوق بقبض ما يسمى بثمن الخيار أو علاوة المخاطرة ويلتزم ببيع

¹: سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، ص 190.

الورقة المالية محل التعاقد وفقا لسعر التعاقد المسمى في العقد إذا ما رغب مشتري حق الخيار في تنفيذ العقد.

2. عقود الخيار المغطاة وغير المغطاة: جرى تقسيم عقود الاختيار أيضا بين عقود خيار مغطاة وعقود خيار غير مغطاة.

أ. عقود الخيار المغطاة: يوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع رصيذا من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتنفيد العقد وتسليم الأصل محل التعاقد -إذا كان العقد شراء- أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتنفيد العقد إذا كان العقد خيار بيع.

وكون العقد مغطى لا يعني أن ذلك سبب لدرء المخاطر التي قد تطرأ إذا ما صعدت الأسعار واضطر مدير المحفظة إلى تصفية محفظته بسعر يقل عن أسعار السوق، ولكنها يقينا أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة والتي لا يختلف اثنان على أنها من جنس الرهان، ويغلب عليها طابع المقامرة.

ب. عقود الخيار غير المغطاة: يوصف العقد بأنه غير مغطى عندما لا يكون لدى البائع حق الخيار رصيذا من الأصل محل التعاقد يسمح له بتغطية التزامه إذا ما طوّل بتنفيد العقد وتسليم الأصل -إذا كان العقد خيار شراء- أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته، إذا ما كان العقد خيار بيع.

المحور السادس : العقود المستقبلية

تعتبر عقود المستقبلية من العقود الحديثة التي يتم تداولها على نطاق واسع في أسواق المال العالمية، حيث يبلغ حجم التداول في هذه العقود أرقاماً فلكية، وفي الوقت الحاضر هناك جهود حثيثة من قبل المنظمات الدولية لإدخال هذه العقود إلى أسواق المال في الدول النامية.

أولاً: مفهوم العقود المستقبلية

1. تعريف العقود المستقبلية

هي عقود قانونية يجري إبرامها في أسواق منتظمة ، تمثل تعهداً بالتسليم المستقبلي إلى المشتري أو بالاستلام من البائع ، لكمية ونوعية (أصل) تم الاتفاق عليها في وقت معين، وتشمل السندات السيادية ومؤشرات الأسهم وأذونات الخزنة والذهب والمعادن الثمينة والنفط والعملات ومن خصائص هذه العقود أن يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد لتجنب مخاطر تقلب الاسعار وتغيرها ، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً ويجري التعامل بها بأسلوب المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد ولضمان تنفيذ الالتزامات بين طرفي العقد (البائع والمشتري) يُلزم كل منهما بإيداع هامش تتراوح قيمته بين (5-15%) من القيمة الاجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية العقد او تصفيته بقصد ضمان سوق منتظم للعقود المستقبلية.¹

¹ : خالد وهيب الراوي - ادارة المخاطر المالية- دار المسيرة للنشر والطباعة، الطبعة الاولى، عمان- 2008- ص289.

لجأت بورصات العقود الى تسمية شروط التعاقد في خمسة اساسية:¹

- 1- وحدة التعامل: (الكمية والوحدة) التي تقاس بها مكونات العقد؛
- 2- شروط التسليم: بواسطة ادارة البورصة؛
- 3- حدود تقلب الاسعار: (تثبيت حد أدنى وحد أقصى)؛
- 4- حدود المعاملات: (ويقصد بها الحد الاقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن ان تكون بيد مستثمر واحد؛
- 5- الهامش المبدئي: (5-15%) من قيمة العقد.

2. خصائص العقود المستقبلية

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية .
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض
- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بالغرفة المقاصة .
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة .
- إن بورصة شيكاغو هي اكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها .
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب ايداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد.
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة" وول ستريث "بذلك.

¹: عاطف فرحة - إدارة المشتقات المالية-جامعة دمشق-كلية الاقتصاد. 2010- ص10.

- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة. بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق.
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.
- معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.¹

3. أنواع العقود المستقبلية

يتم تداول العديد من السلع والمعادن والأوراق المالية في أسواق العقود المستقبلية, ومن أهمها:

- 1- الحبوب والزيوت: القمح, الذرة, فول وزيت الصويا, الشعير, الكتان
- 2- الماشية واللحوم: الأبقار والخنازير
- 3- السلع الغذائية: الكاكاو, القهوة, السكر
- 4- المعادن: النحاس, الذهب, البلاتين, الفضة.
- 5- الزيوت: البنزين, النفط الخام, الغاز الطبيعي.
- 6- القطن
- 7- الأخشاب

بالإضافة إلى ذلك يوجد العديد من العقود المستقبلية المالية وأهمها:

- 1- أسعارا لفائدة: سندات الخزينة, اليورو, الدولار
- 2- مؤشرات الأسهم: S&P500

¹ Franklin R. Edwards « informational role of future markets the new polgarre dictionary of and finance, Macmillan press LTD – London 1997 P 56.

3-العملات: الين الياباني, الدولار الكندي, الجنيه الاسترليني, الدولار الاسترالي, الفرنك السويسري, اليورو

ثانياً: الهامش Margin

يُقصد بالهامش في العقود المستقبلية, المبلغ الذي يجب على المستثمر في العقود المستقبلية إيداعه في حساب مصرفي ولا يجوز له التصرف في الرصيد إلا بعد انتهاء سريان مفعول العقد. وتقوم غرفة مقاصة العقود المستقبلية Futures Clearing house عادة بتحديد قيمة الهامش, والذي يتراوح بين 5- 10% أو 15 من القيمة الإجمالية للعقد (حوالي 1500 إلى \$2500 لكل عقد). والغرض الأساسي للهامش هو تحقيق مبدأ الإلزام في العقود المستقبلية, حيث أن إيداع المبلغ يُعبر عن حسن نية المستثمر, ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد, سواء أكان المستثمر مشترياً أم بائعاً.

ويوجد نوعان من الهامش:

- 1-الهامش المبدئي Initial Margin: وهو مبلغ منخفض نسبياً بالقياس إلى حجم العقد, حيث أنه وكما ذكرنا سابقاً يتراوح بين الـ 5-10% من حجم العقد.
- 2-هامش الوقاية Maintenance Margin: وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش, فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد, فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي, بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي.

ثالثاً: تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية Making-to- Market

يعتبر تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية المهمة الرئيسية التي تقوم بها غرفة مقاصة العقود المستقبلية. ويطلب مكتب المقاصة من العميل فتح حساب وإيداع مبلغ يتحدد طبقاً لقيمة الهامش المبدئي, بالإضافة إلى ذلك تحدد غرفة المقاصة قيمة هامش الوقاية كما أسلفنا أعلاه.

وتقوم المقاصة أيضاً بحساب ربحية المستثمر في العقد بشكل يومي، فإذا ارتفع السعر السوقي فإن المستثمر في عقد الشراء يحقق ربحاً يُحسب كما يلي:

$$(\text{السعر السوقي} - \text{السعر المستقبلي}) \times \text{حجم العقد}$$

وإذا انخفض السعر فإنه يتكبد خسارة.

أما بالنسبة للمستثمر في عقد البيع فإنه يحقق ربحاً إذا انخفض السعر ويُحسب كما يلي:

$$(\text{السعر المستقبلي} - \text{السعر السوقي}) \times \text{حجم العقد}$$

وإذا ارتفع السعر فإنه يتكبد خسارة.

وبناءً على حركة السعر يتم حساب الربحية أو الخسارة فور إغلاق التعامل بالعقود في نهاية اليوم. ثم تُضاف الربحية إلى رصيد العميل في حين تُخصم الخسارة من رصيده. وإذا استمر العميل في تحقيق خسائر لعدة أيام متتالية، وانخفض رصيد العميل حتى وصل إلى هامش الوقاية أو أقل منه، يتم إشعار العميل بذلك فيما يُسمى بإشعار الهامش Margin Call حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة، إيداع ما يكفي من الأموال لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي، ويجوز للمستثمر خلال الفترة التي تسبق انتهاء العقد سحب أي رصيد يزيد عن رصيد الهامش المبدئي، والذي قد يحققه المستثمر نتيجة تحقيق العقد ربحية وإضافة هذه الربحية إلى الرصيد أثناء التعديل.

تستمر عملية التعديل حتى تاريخ انتهاء سريان مفعول العقد، حيث تتم تسوية العقد في ذلك اليوم، ويقصد تسوية العقد Contract Settlement، أن تقوم إدارة السوق بتغيير أوضاع المستثمرين في السوق ليصبح المشتري بائعاً والبائع مشترياً. أي أن المستثمر في عقد الشراء يشتري الأصل الذي تعاقد على شرائه بالسعر المستقبلي، ويبيعه بالسعر السوقي السائد في ذلك اليوم، وتُحسب ربحية أو خسارة العقد بناءً على ذلك. وكذلك المستثمر في عقد البيع حيث يبيع الأصل الذي تعاقد على بيعه بالسعر المستقبلي ويشتريه بالسعر السوقي السائد، وتُحسب ربحيته أو خسارته بناءً على ذلك.

ثالثاً: الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية

تتفق العقود المستقبلية مع عقود الخيار في أن كلاهما يعتبر نوعاً من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من مزايا الرفع المالي التي تتيح له استخدامها بشكل أوسع في أغراض المضاربة والتحوط. لكن مع ذلك توجد بينهما بعض أوجه الاختلاف وذلك سواء من حيث طبيعة الالتزامات التي تنشأ عن كل منهما أو من زاوية المخاطر المحيطة بالتعامل فيهما, ويمكن حصر أوجه الخلاف الرئيسية بينهما في ما يلي:

1-العقد المستقبلي عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد بينما يترك عقد الخيار لمشتري الخيار في تنفيذ العقد من عدمه.

2-يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع فعلية (لكنها مؤجلة) تتم بين طرفيه, وتنصب هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد, أما عقد الخيار فلا يترتب عليه في الغالب عملية بيع أو شراء فعلية وإنما ينصب العقد على شراء (حق شراء أو حق بيع) أصل معين بشروط معينة.

3-يدفع كل من طرفي العقد المستقبلي للوسيط (بيت التسوية) هامشاً معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالتزامات كل منهما للآخر. لكن هذا التأمين هو بمثابة دفعة مقدمة تسترد عند إنجاز التسوية لدى انتهاء أجل العقد. أما في عقد الخيار فمشتري الخيار هو وحده فقط من يدفع العلاوة أو المكافأة وتعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن عقد الخيار لذا لا يتم استردادها. لكن كما هو الحال بالنسبة للعقد المستقبلي يدفع محرر الخيار في كثير من الأحيان هامشاً يُسلم للوسيط كضمانة للوفاء بالتزاماته تجاه مشتري الخيار.

4-يتعرض المستثمر خصوصاً المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية جداً من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار. ذلك لأنه في حين لا

تتجاوز الخسارة التي يتحملها مشتري الخيار قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار فإن خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد.

المحور السابع : عقود المبادلات

تعتبر عقود المبادلة إحدى أدوات تغطية المخاطر وهي تعرف كذلك بعقود المقايضة، وقد شملت هذه العقود بالإضافة للعملة العديد من الأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين أسعار الفائدة والأسهم والسندات والسلع ، كما أصبحت عقود المبادلة تستخدم لتغطية خطر عدم الدفع .

أولاً: تعريف عقود المبادلات

وهي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، وهي الأخرى شملت أنواع منها مبادلة أسعار الفائدة والعملات، فضلاً عن اتساع التعامل بها في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.¹

كما يمكن تعريف عقود مبادلة" بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية) شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية(....وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية كما يضاف أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ وذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ.²

¹: زياد رمضان- مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي- ط2- عمان دار وائل للطباعة والنشر 2002 ص17.

²: ابراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأوراق المالية، دار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 401.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:¹

1. طرفي العقد؛
2. الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة؛
3. قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة؛
4. العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛
5. السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه؛
6. مدة سريان العقد.

وتتمثل خصائص عقود المبادلات فيما يلي:²

-التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية.

-العوائد المالية المتوقعة قد تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل.

-تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية.

-عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فان هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون الى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية.

¹: موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، عمان (الاردن): دار صفاء للنشر والتوزيع، 2008، ص 130، 129.

²: بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 35.

- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

ثانياً: أنواع عقود المبادلات

وتسري عقود المقايضة على عدة أدوات ومن أهمها:¹

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة
- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد Caps
- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floors

2. عقود مبادلة العملات Currency Swaps

- عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل
- عقود المقايضة القصيرة الأجل

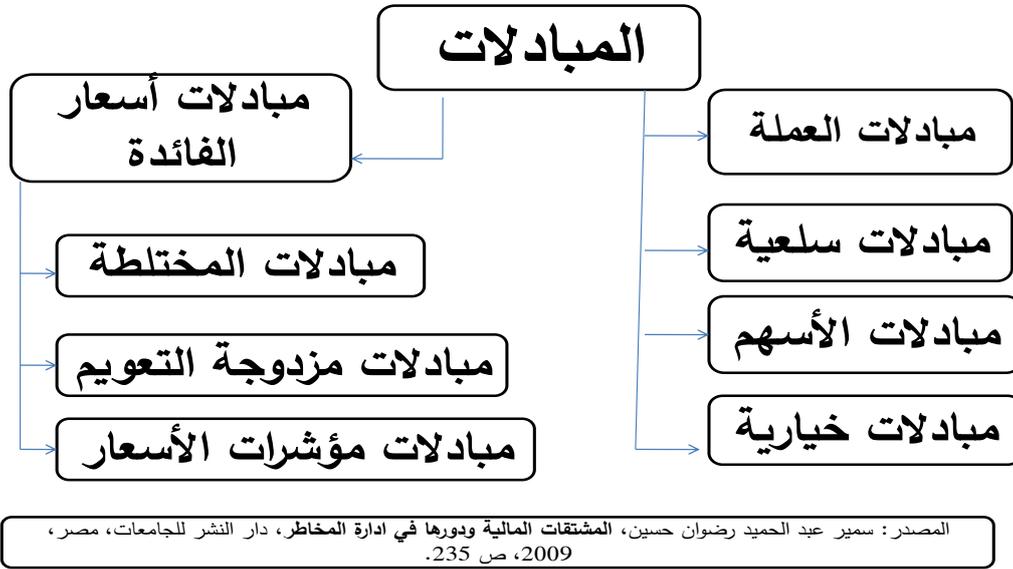
3. عقود مبادلة البضائع Commodity Swaps

4. حق الاختيار على عقود المبادلة Swapions

و النوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال.

¹: سمير عبد الحميد رضوان حسين, مرجع سبق ذكره, ص 235.

أنواع عقود المبادلة



ثالثاً: عقود مبادلة أسعار الفائدة

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس من جهة ثانية. وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة.

وتعتبر مبادلة الفائدة الثابتة بالفائدة المتغيرة هي مبادلة الأساسية إلى جانب الأنواع الأخرى من مبادلات أسعار الفائدة.¹

1. أركان عقد مبادلة أسعار الفائدة

تتم هذه العقود بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نوع مختلف من التدفقات النقدية. ولهذه العقود ست أركان هي:²

¹ طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية ، جامعة عين الشمس 2003 ص215

² :مجد صالح الحناوي ،جلال إبراهيم العبد ،مرجع سابق ،ص ص 335-337.

أ- **دافع الفائدة الثابتة:** يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المحرر).

ب- **دافع الفائدة المتغيرة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

ج- **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد و الذي يتفق عليه الطرفان، و يحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة المتغير.

د- **معدل الفائدة المتغيرة :** قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، و يعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في LIBOR (London Inter-Bank Offering Rate)

عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.

و- **التسوية:**

تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل

الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت، فلو أن عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و 15 سبتمبر، فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر.

هـ - **قيمة عقد المبادلة:** هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة، و يمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.

رابعاً: مزايا وعيوب عقود المبادلات

تتمتع عقود المبادلات بمجموعة من المزايا وتتصف بمجموعة من العيوب ويمكن

توضيح أهمها في الجدول التالي:¹

المزايا	العيوب
- تحقق هيكل اقتراض بالكلفة المرغوبة.	- لا تخضع لرقابة السوق المنظمة .
- تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة.	- يصعب إلغائها في أغلب الأحيان .
- يمكن استعمالها في التحوط من المخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية.	- تنطوي على مخاطر ائتمانية كبيرة.
- تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين .	- يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها .
- لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها .	- تكون في بعض الأحيان معقدة .

المصدر : هشام فوزي دباس العبادي، ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص95.

¹ هشام فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره، ص 92

المحور الثامن: المقاصة والتسوية

أولاً: المقاصة

تتم بعد ذلك عملية المقاصة بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعتبر سمسار العميل أحد أعضائها. ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيداً لتسويتها. ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية netting، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافية الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان السمسار مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، بعد مراعاة حجم الأوراق الذي لا يمكن استخدامه في عملية المقاصة (لكونها مقرضة أو مرهونة)، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتب على الصفقات بالنسبة لجميع السماسرة الأعضاء في شركة المقاصة. وقد تتم المقاصة بواسطة شركة أو نظام تابع للسوق المالي نفسه.

ثانياً : التسوية

يقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري، في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع. وتبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة، حيث تبدأ عملية الدفع وتوثيق نقل الملكية وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة. والتنظيم يشمل بالإضافة إلى شركة المقاصة كلاً من: حافظ الأوراق المالية. ونظام للمدفوعات النقدية.

وتتطلب عملية المقاصة وجود حساب للسمسار لدى هاتين الجهتين حيث تقوم شركة المقاصة بتسوية جميع الصفقات من خلال إرسال تعليمات لكل من حافظ الأوراق المالية لتحديث قاعدة الملاك، وتعليمات لنظام المدفوعات لتحويل المبالغ النقدية بين حسابات

السماسة. وتقوم شركة المقاصة بإرسال تقرير نهائي عن عمليات التسوية لمكتب السمسار. ويسهل من عملية التسوية ارتباط شركة المقاصة بحافظ الأوراق المالية محل التعامل. ويمكن أن يتولى عمليتي المقاصة وحفظ الأوراق المالية وتحويل المبالغ النقدية جهة واحدة. وعادة ما يتم تحديد موعد التسوية وفق الاصطلاح التالي (T+3) حيث يمثل T تاريخ الصفقة (منتصف ليل يوم تنفيذها). ومعنى هذا الاصطلاح أن الصفقة سوف تسوى في اليوم الثالث بعد تاريخ تنفيذها. وبالنسبة للسندات الحكومية فتتم التسوية وفق T+1. وكما سنبين لاحقاً هناك جهود متواصلة على مستوى صناعة الأوراق المالية في العديد من الدول لتقليل الفارق إلى T+1.

ويفرق عادة بين أنواع أنظمة التسوية بحسب كونها إجمالية أو صافية (تبعاً لطبيعة المقاصة التي تسبقها)، وأنية أو متراخية (تبعاً للفرق بين التنفيذ والتسوية). ففي الإجمالية يتم تسوية كل صفقة على حدة (بدون تصفية)، ويمكن أن تكون فيها التسوية آنية بحيث يسلم البائع في الحال كل الأوراق المالية ويدفع المشتري كامل مبلغ الصفقة (وفي هذه الحالة فقط تتحد المقاصة مع التسوية) أو يقل الفرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية بشكل كبير. كما يمكن أن تكون التسوية الإجمالية متراخية عن وقت التنفيذ (غالباً في نهاية يوم التداول). أما التسوية الصافية فيتم تسوية مجموعة من الصفقات في نهاية اليوم أو في أوقات متفرقة خلال اليوم بعد أن يتم تصفية الصفقات التي تم تنفيذها قبل موعد التسوية. ويوضح الجدول التالي هذه الأنواع:

نوع التسوية	إجمالية	صافية
آنية	تتم في أثناء اليوم آنية أو مع تأخير بسيط لكل صفقة على حدة وتستخدم عادة لتسوية الصفقات ذات المبالغ الكبيرة. ويطلق على هذا النظام الذي	لا يمكن (لا يمكن استخدام التصفية إلا إذا كان هناك فرق بين وقت التنفيذ ووقت

التسوية يتسنى فيه تراكم عدد من الصفقات التي يمكن تسويتها على أساس صاف. ومن ثم لا يمكن أن تكون التسوية الآنية إلا إجمالية).	يتميز بخاصتي التسوية الإجمالية والآنية مصطلح: Real-time gross settlement (RTGS)	
يمكن ويتم التصفية في الغالب في نهاية اليوم. ولكنها يمكن أن تحدث خلال أوقات متقطعة أثناء اليوم.	تسوية في نهاية اليوم لكل صفقة على حدة. ويستخدم عادة لتسوية المبالغ المترتبة على نتائج أنظمة المقاصة المختلفة. كما يدخل فيه نظم التسوية الإجمالية الآنية التي تجري المقاصة خلال اليوم بشكل آني ولكن مع قابلية النظام لإلغاء التسوية حتى نهاية اليوم.	متراخية

ويمكن أن تستخدم التسوية الإجمالية والصادفية في جانب التسليم و/أو الدفع. حيث يمكن أن يعتمد مبدأ التسوية الإجمالية لتسليم الأوراق المالية ودفع مبالغ الصفقات، أو يتم الاعتماد على مبدأ التسوية الإجمالية للتسليم فقط ومبدأ التسوية الصافية للدفع، أو يتم استخدام مبدأ التسوية الصافية للتسليم والدفع معاً.

وهناك صيغ مختلفة لتطبيق كل من التسوية الإجمالية والصادفية. فمثلاً صيغ التسوية الإجمالية تختلف بحسب آلية الحصول على السيولة في حالة عدم قدرة الدافع على تغطية مبلغ الصفقة (عن طريق البنك المركزي، أو تنظيم داخلي بين مجموعة من المؤسسات، أو من ممول خارجي). كما أن التسوية الصافية يمكن أن تكون ثنائية bilateral أو متعددة multilateral، والأخيرة أكفأ من الثنائية في تقليل حجم وعدد المدفوعات التي يتحتم على كل طرف تسويتها.

ولكل من التسوية الإجمالية والصادفية مزايا وعيوب؛ فالمقاصة الصافية تقلل من حجم الصفقات، والمدفوعات المطلوب تحويلها وقت التسوية، ولكن مخاطر تسويتها -خاصة الخطر الائتماني- أعلى. أما المقاصة الإجمالية فتتطلب تحويلات مالية أكثر، وتتطلب من

البنوك إدارة مخاطر السيولة بشكل متواصل مما يترتب عليه زيادة تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات، ولكن مخاطر تسويتها منخفضة.

وتختلف أنظمة التسوية كذلك في وقت ما يسمى بحسم التسوية settlement finality ويقصد به الوقت الذي ينتهي فيه حق أي من الطرفين في إلغاء التسوية. إذ قد تسمح بعض الأنظمة بحق الإلغاء حتى وقت معين عادة ما يكون نهاية اليوم، بينما تمنع أخرى إلغاء التسوية بعد إتمامها تحقيقاً لاستقرار التعامل.

قائمة المراجع

1. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، القاهرة، 1996.
2. وليد الحلو، خطوة بخطوة الفوركس، الطبعة الرابعة، المتداول العربي للخدمات المالية والتدريب، القاهرة، 2012.
3. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال ، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
4. محمد أمين زويل ، بورصة الاوراق المالية : موقعها من الاسواق - احوالها و مستقبلها ، دار الوفاء للطباعة ، الاسكندرية، مصر ، 2000.
5. انطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
6. قرواش رضوان ، مطبوعة مقياس قانون بورصة القيم المنقولة، جامعة محمد لمين دباغين، سطيف 2، 2016.
7. نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، العدد الخامس، الكويت، يوليو 2010.
8. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الاسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2006.
9. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.
10. بشار محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2008.
11. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة: بحوث وفتاوى وحلول، دار الفكر، دمشق، 2006.
12. بن منظور، لسان العرب ، المجلد الثاني، دار صادر ، الطبعة الأولى، بيروت ، 1990 .
13. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- بن بعبش وداد، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة دكتوراه، تخصص قانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2017.
14. امين السيد احمد لطفي، المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

15. ابراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.
16. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
17. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، ط1 ، مصر ، 2008.
18. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، الجزء الخامس، الدار الجامعية، 2001.
19. العارضي، جليل كاظم و العبادي، هاشم فوزي، (الهندسة المالية واليات تطبيقها بالتركيز على الخيارات المالية)، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان، الأردن، 2012 .
20. شعبان محمد ا سلام البرواري، بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي - دراسة تحليلية نقدية-، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق - سورية ، 2002 .
21. محمد عبد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل بها، الدورة السادسة عشر، منظمة المؤتمر الاسلامي، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2005 .
22. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008.
23. عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، الطبعة الأولى، مكتبة الهدى المحمدية، القاهرة، 2008.
24. منير ابراهيم هندي - الاسواق الحاضرة والمستقبلية ، اسواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية - ط2- عمان -الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 1994.
25. فتحي سليم زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
26. ابراهيم اونور، اداة المخاطر في الاسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 105، تموز 2011.
27. محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية ، مصر ، 2004.
28. حنفي : عبد الغفار ، بورصة الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، (د،ط) ، 2003 .
29. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005.

30. ابراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، دار الجامعية، الاسكندرية، 2002.

31. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.

1 . Larry Neal, **The Role of Stock Exchanges in Financial Globalization: A Historical Perspective, FINANCIAL MARKET HISTORY REFLECTIONS ON THE PAST FOR INVESTORS TODAY**, The CFA Institute Research Foundation, University of Cambridge, December 2016.

2. Hans Christiansen and Alissa Koldertsova, **The role of stock exchanges in corporate governance**, Financial Market Trends, vol 1 , 2009.

3. Antonio Torrero Mañas, **THE INCREASING RELEVANCE OF THE STOCK MARKET IN THE WORLD: A NEW SCENARIO**, Documento de trabajo n° 1/2005.

4. Laurence Boone et Nathalie Girouard, **LA BOURSE, LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER ET LE COMPORTEMENT DES CONSOMMATEURS**, Revue économique de l'OCDE n° 35, 2002/2.

5. Sandy Campart & Jean-Marc Moulin, **L'introduction en Bourse**, AFNOR Éditions , France, 2015.

6. Nazik FADIL, **CONTRIBUTION DE LA COTATION EN BOURSE À L'ENTREPRENEURIAT INTERNATIONAL**, Revue de l'Entrepreneuriat, N° 1, vol. 15, 2016 .

7. LA BOURSE, CENTRE DE RECHERCHE ET D'INFORMATION SOCIO-OLITIQUES, CRISP, n° 82, BRUXELLES, 1960.

8. Christian descamps – Jacques saichet – **Gestion Financier international** – Litec 1995.

9. Yves Simon, **Bourses de commerce et marchés à terme de marchandise**, 2• édition, Dalloz Gestion, Paris, 1981.

10. Étienne Perrot, **LA BOURSE exubérante autant que rationnelle**, Études, n° 12 Tome 397, 2002.

11. R i c h a r d S A N D O R, **LE MARCHE DES CONTRATS A TERME SUR U.S. TREASURY BOND AUX ETATS-UNIS**, Collection GESTION, SÉRIE : Politique générale, Finance et Marketing, ECONOMICA, Paris, 1987 .

12. Franklin R. Edwards << informational role of future markets the new polgarre dictionary of and finance, Macmillan press LTD – London 1997.