

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'enseignement supérieur
Et de la recherche scientifique
Université M'Hamed BOUGARA de Boumerdès
Faculté Des Sciences Economiques, Commerciales
Et des Sciences De Gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أحمد بوقرة بومرداس
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان

محاضرات في بورصة البضائع والمشتقات

موجهة لطلبة: السنة الثانية ماستر. تخصص: مالية وتجارة دولية.
من إعداد الأستاذ الدكتور: شبيخي بلال. قسم: العلوم التجارية.

السنة الجامعية: 2025/2024

الفهرس

أولاً: مفهوم وأدوات البورصة

1- مكونات النظام المالي

2- السوق النقدي

3- سوق رأس المال

4- سوق الأوراق المالية

ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

1- تعريف الأدوات المالية

2- أنواع الأدوات المالية

ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

1- تعريف الأدوات المالية وخصائصها

2- أنواع الأدوات المالية

1-2 أدوات الملكية

2-2 أدوات الدين

3-2 أنواع أخرى للأوراق المالية

رابعاً: كفاءة البورصة ومخاطر الاستثمار فيها

1- تعريف كفاءة البورصة

2- خصائص السوق الكفء

3- أنواع كفاءة البورصة وصيغها المختلفة

1-3 أنواع كفاءة البورصة

2-3 الصيغ المختلفة لكفاءة البورصة

4- مخاطر الاستثمار في البورصة

1-4 المخاطر المنتظمة

2-4 المخاطر غير المنتظمة

خامسا: مؤشرات سوق الأوراق المالية

- 1- تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية
- 2- خصائص مؤشر سوق الأوراق المالية
- 3- أهداف مؤشر سوق الأوراق المالية
- 4- مراحل بناء مؤشر سوق الأوراق المالية
- 5- بعض أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية

سادسا: البورصة الحاضرة للبضائع، أنواعها وإدارتها

- 1- ماهية البورصة الحاضرة للبضائع
- 2- أنواع أسواق السلع الدورية
- 3- مميزات وشروط السلع في بورصة البضائع
- 4- أساليب ونظم التعامل في بورصات البضائع

سابعا: المقاصة والتسوية

- 1- المقاصة
- 2- التسوية
- 3- المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع

ثامنا: تطبيقات العقود الآجلة والخيارات

- 1- العقود الآجلة
- 2- عقود الخيارات
- 3- المقارنة بين عقود الخيارات والعقود الآجلة
- 4- تطبيقات العقود الآجلة والخيارات في التسعير

تاسعا: تسعير العقود الآجلة للبضائع والمضاربة في أسواق البضائع

- 1- تسعير العقود الآجلة للبضائع
- 2- المضاربة في أسواق البضائع

عاشرا: البيع على المكشوف في أسواق العقود الآجلة

المقدمة

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين، أرسله سبحانه وتعالى رحمة للعالمين، فأحل الطيبات وحرم الخبائث، وعلى أهله وصحبه الطيبين ومن سار على دربهم إلى يوم الدين، وبعد...

تسعى كل دولة من خلال النظام الاقتصادي الذي تتبناه سواء كان النظام اشتراكي أو نظام اقتصاد السوق إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقلال الاقتصادي، وبالتالي رفع مستوى معيشة الأفراد، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا بالتخلص من المشاكل التي تواجهها، كمشكلة التمويل الذي تعتبر محل اهتمام الكثير من الدول وتعتبر السوق المالية أحد أهم هذه المؤسسات التي لها دور فعال في بعث النشاط الاقتصادي خاصة في مجال التمويل، وكذا العمل على توجيه رؤوس الأموال، وتخصيص الموارد المالية بطريقة مثلى.

وحتى تقوم بتلبية احتياجاتها المالية ولأن مصادر تمويلها الداخلي جد محدودة، فإن المؤسسات الاقتصادية غالباً ما تقوم بتحديد المزيج المناسب من التمويل الداخلي والتمويل الخارجي على النحو الذي يوفر لها التغطية المطلوبة لتحقيق هدف التوسع والاستمرار.

وتتركز فكرة البورصة على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات إلى مشروعات كبيرة، وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية ومشروعاتها الاستثمارية، ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركاء عن المعروف منه في السوق المالي ظهرت الأسواق المتقدمة مع الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل.

إذ زاد الاهتمام بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها مختلف الشركات، خاصة مع تعاظم الابتكارات في الاستثمارات المالية في السنوات الأخيرة بشكل دعى إلى اهتمام المدراء والمتخصصين الماليين بهذا النوع من الاستثمارات. بحيث أصبحت عملية الاستثمار تمثل وصفاً للآلية التي يقوم بها المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية الخاصة باختيار الأوراق المالية والنسبة المستثمرة في كل نوع منها وأيضاً وصف لما يخص التوقيت الملائم للاستثمار. وهو الأمر الذي نتج عنه الاهتمام بما يعرف بإدارة المحافظ الاستثمارية والتي تعتبر من العلوم الحديثة نسبياً، تأتي أهميتها من تنوع الأوراق المالية المتاحة وتعدد البورصات.

تهدف هذه المطبوعة إلى التعريف بطبيعة وجوهر البورصة بصفة عامة، وبالتحديد بورصة البضائع، باعتبارها أقدم الأسواق في العالم، فتجارة السلع تعد من أقدم أشكال التجارة.

يمكن تعريف القيم المتداولة بأنها قيم منقولة يصدرها أشخاص اعتباريون إما أن يكونوا عموميين كالدولة والهيئات التابعة لها أو مؤسسات اقتصادية أو مالية، ويأخذ المشترون لهذه القيم إما صفة الدائنين للجهة المصدرة أو صفة المشاركين في الملكية.

وتعرف القيم المتداولة بمرادفات كثيرة منها القيم المنقولة، الأوراق المالية، الأدوات المالية، النواتج المالية وغيرها...

ويمكن تعريف البورصة بشكل عام بأنها: "مكان يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات بيع وشراء لقيم متداولة: "أسهم وسندات" أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة السوق والتي إما أن تكون بالتقايض "عمليات عاجلة" أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية". فالبورصة إذا هي قناة توجيه واستخدام للموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير مورد من موارد التمويل لاستثمار وتوظيف الأموال وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها.

أما الاستثمار في الأدوات المالية، فإنه يراد بالاستثمار هنا توظيف الأموال المدخرة للحصول على عائد من وراء اقتناء هذه الأوراق أو في حالة التخلص منها. والاستثمار يختلف عن المضاربة في نسبة المخاطرة التي تتعرض لها الأموال الموظفة. وعادة ما يطلق الاستثمار على التوظيفات التي تقل فيها درجة المخاطرة في حين أن المضاربة هي تلك التي تكثر فيها المخاطر. وعامة، فإن المضاربة تعني التنبؤ بالأسعار وتقلباتها بهدف تحقيق فوائض قيمة من وراء هذه التغيرات. وبمعنى آخر، فإن المضاربة هي تقدير فرص الكسب واستغلالها واحتمالات الخسارة والابتعاد عنها.

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

ولإنهاء مختلف تطلعات هذه المطبوعة، تم تقسيمها إلى عشرة محاور كما يلي:

أولاً: مفهوم وأدوات البورصة.

ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية.

ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

رابعاً: كفاءة البورصة ومخاطر الاستثمار فيها

خامساً: مؤشرات سوق الأوراق المالية

سادساً: البورصة الحاضرة للبضائع، أنواعها وإدارتها

سابعاً: المقاصة والتسوية

ثامناً: تطبيقات العقود الآجلة والخيارات

تاسعاً: تسعير العقود الآجلة للبضائع والمضاربة في أسواق البضائع

عاشرًا: البيع على المكشوف في أسواق العقود الآجلة

وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع العربية والأجنبية التي تم اعتمادها في إعدادها وهيئتها، متمنين بذلك للطلبة الأعزاء التوفيق والنجاح.

أولاً: مفهوم وأدوات البورصة

يُقصد بالنظام المالي ضمن مجال التمويل النظام الذي يسمح بتبادل الأموال بين المقرضين والمستثمرين والمقرضين. وتطبق الأنظمة المالية على الصعيد الوطني والعالمي. وهي تتكون من الخدمات والأسواق والمؤسسات المعقدة وذات صلة وثيقة والتي تهدف إلى بناء روابط فعالة ومنظمة بين المستثمرين والمودعين.

وتتضمن وسائل التبادل كلاً من النقود والائتمان المصرفي والتمويل. وهي تعد وسائل ذات قيمة معروفة والتي تُمكن من تبادل السلع والخدمات بدلاً من المقايضة. وقد يتضمن النظام المالي البنوك أي بنوك القطاع العام أو القطاع الخاص والأسواق المالية وأدواتها وخدماتها. وتسمح الأنظمة المالية بتخصيص الأموال واستثمارها وتداولها بين القطاعات الاقتصادية. ويمكن أيضاً الأفراد والمؤسسات من تقاسم المخاطر.

1. مكونات النظام المالي

يتكون النظام المالي من المؤسسات المالية والمصارف وكذا المؤسسات المالية غير المصرفية والأسواق المالية.

1.1. المؤسسات المالية

وهي توفر الخدمات المالية للأعضاء والعملاء. وتسمى أيضاً بالوساطة المالية لأنها تقوم بدور الوساطة بين المدخرين والمقرضين.

2.1. المصارف

تعد المصارف من الوسطاء الماليين والتي تمنح القروض للمقرضين لتوليد الدخل. فهي تخضع لضوابط صارمة حيث أنها تساهم في استقرار السوق وحماية المستهلك. وتشمل المصارف ما يلي:

- المصارف العامة.
- المصارف التجارية.
- المصارف المركزية.
- المصارف التعاونية التي تديرها الدولة.
- مصارف التنمية الزراعية التي تديرها الدولة.

3.1. المؤسسات المالية غير المصرفية

فهي تسهل الخدمات المالية مثل الاستثمار وتجميع المخاطر والسمسة (أي الوساطة السوقية). فهي لا تمتلك تراخيص مزاولة أعمال الصرافة، وتشمل المؤسسات المالية غير المصرفية ما يلي:

- شركات التمويل والإقراض.
- شركات التأمين.
- صندوق الاستثمار المشترك.
- تجار السلع الأساسية.

4.1. الأسواق المالية

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والسلع الأساسية والبضائع المماثلة بأسعار تمثل العرض والطلب. ويعني مصطلح "السوق" بالمكان الذي يحصل فيه تبادل المنتجات بشكل كامل بين البائعين والمشتريين.¹

1 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001: ص: 37.

1.4.1. مفهوم السوق المالية

تعرف الأسواق المالية على أنها "الأسواق التي تعمل على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة التي يتوفر لديها فوائض مالية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز في الموارد المالية، وتمتلك رغبة في الاستثمار".¹

كما تعرف على أنها "الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والنقدية، سواء كانت قصيرة، متوسطة، أو طويلة الأجل".

وتقوم الأسواق المالية بوظيفتها الاقتصادية في جمع وتحويل الموارد المالية بإحدى الطرق التالية:

- التمويل المباشر: ويقصد بطريقة التمويل المباشر قيام الوحدات ذات العجز المالي (المقترضين) بإصدار حقوق مالية، في شكل أسهم أو سندات أو بيعها مباشرة إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين) وبالطبع تكون الأصول المالية في هذه الحالة أصول أولية لأن الذي يصدرها هو المقترض النهائي.
- التمويل غير المباشر: ويقصد بعملية التمويل غير المباشر قيام المؤسسات المالية (الوسطاء الماليون) بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول مالية على نفسها، بحيث تكون هذه الأصول غير مباشرة، لأن الجهة التي قامت بإصدارها تتمثل في منشآت الوساطة المالية، ثم تقوم هذه الأخيرة بدورها بإقراض هذه الموارد المالية للوحدات التي لديها عجز مالي، والتي تصدر بدورها أصولاً مالية مباشرة تبيعها لمؤسسات الوساطة المالية.

2.4.1. تصنيفات السوق المالية

من أكثر التصنيفات التي تعرفها السوق المالية، هي التقسيمات التي تأخذ بعين الاعتبار مدة التعامل بالأوراق المالية المتداولة فيها، والتي تقسم السوق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال.

2. السوق النقدي

ويمثل السوق النقدي الجزء الأول للسوق المالية والتي تختص بالاستثمار المالي قصير الأجل.

1.1. تعريف السوق النقدي: وهو عبارة عن سوق الاستثمار قصير الأجل، الذي لا يتجاوز عمر الأوراق المالية فيه سنة واحدة، إذ يقوم بتنظيم عملية التوافق بين العرض والطلب على التمويل القصير الأجل الذي يتم إما عن طريق الاقتراض المباشر وإما عن طريق الأوراق المالية قصيرة الأجل.²

2.2. الأطراف المتعاملة في السوق النقدي: ويمكن تحديد هذه الأطراف في المجموعات الموالية:

- المجموعة الأولى: وتتمثل في العارضون للأموال وهم المقرضون، كالمؤسسات والأفراد الذين لديهم فائض نقدي ويرغبون في استثماره.

1 عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 03.

2 Jérémy Morvan, Marchés et instrument financiers, Danger Duond, Paris, 2009, P: 33.

- المجموعة الثانية: وتتمثل في الطالبون للأموال، وهم المقرضون الذين يحتاجون إلى السيولة النقدية. ويتمثل هؤلاء الطالبون للأموال في المؤسسات، الأفراد، الخزينة العمومية والبنوك التجارية.
- المجموعة الثالثة: وتتمثل في المؤسسات الوسيطة بين الأفراد والمشاريع والحكومة، والتي تتلقى الفوائض المالية وتمول بها الأطراف التي تعاني العجز. وتتمثل هذه المؤسسات في البنك المركزي الذي يتدخل في سوق النقد لأغراض السياسة النقدية (مثال: التحكم في كمية ونوعية الائتمان المقدم أو كمية المعرض النقدي باستخدام أدوات السياسة النقدية كنسبة الاحتياطي الإلزامي وعمليات السوق المفتوحة). إضافة إلى البنوك التجارية، شركات التأمين...الخ.
- 3.2. أهمية السوق النقدي: ويتمتع السوق النقدي بأهمية بالغة بالنسبة للاقتصاد بشكل عام والبنوك التجارية بشكل خاص.
- بالنسبة للاقتصاد: يعمل على تأمين سيولة النظام المصرفي، تمكين البنك المركزي من الرقابة على المعروض النقدي والسيولة الإجمالية، تمويل الاستثمارات القصيرة الأجل.
- بالنسبة للبنوك التجارية: يمكنها سوق النقد من توظيف بعض أموالها، تمويل البنوك المحتاجة للسيولة من خلال ما يعرف بسوق ما بين البنوك.
- 4.4. خصائص السوق النقدي: ويتمتع سوق النقد بالخصائص التالية:¹
 - يعبر سوق جملة لكون المتعاملين فيه ذوي حجم كبير، يعملون عادة لحساب مؤسسات كبيرة ويتمتعون بكفاءات ومهارات عالية كالبنك المركزي، البنوك التجارية ومؤسسات التأمين.
 - يتعلق هذا السوق بنوع خاص من الأصول خاصيتها الرئيسية هي سيولتها النسبية العالية.
 - الاستثمار في سوق النقد يتميز بانخفاض درجة المخاطرة، حيث أن درجة المخاطرة النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمرون بتحويل استثماراتهم إلى نقود منخفضة جداً، لأن أدوات الاستثمار في هذه السوق سريعة التداول وعوائدها شبه مضمونة. بالإضافة على خطر الدين الذي قد ينشأ عن عدم قدرة الأطراف المقترضة على الوفاء شبه معدوم في أدوات الاستثمار في السوق النقدي، لأنها تكون عادة صادرة عن الحكومة أو مؤسسات ذات مراكز مالية قوية.
 - يتم تداول الأدوات في سوق النقد إما على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة حسب نوع الورقة المالية. ومن ثم يعتبر سعر الفائدة المؤشر الوحيد في سوق النقد.
 - تتميز الأدوات المالية في سوق النقد بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ استحقاقها وذلك ببيعها في سوق النقد.

1 السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص ص: 121-122.

3. سوق رأس المال

ويمثل سوق رأس المال الجزء الثاني للسوق المالية والتي تختص بالاستثمار المالي طويل الأجل.

1.3. تعريف سوق رأس المال

هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل كالأسهم والسندات.¹ كما يمكن تعريفه على أنه "مكان محدد ومعين يلتقي فيه أعضاؤه أو وسطاء التبادل للتفاوض على أدوات مالية طويلة الأجل".²

2.3. أهميته

تكمن أهمية سوق رأس المال في كونه يعمل على تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل للمشاريع التي تحتاج إلى فترة طويلة.

3.3. مميزاته³

- يتسم سوق رأس المال بأنه أكثر تنظيماً من السوق النقدي، نظراً لكونه متعامل به من قبل الوكلاء والمتخصصين.
- يمثل عنصر الربحية الأولية في سوق رأس المال على عكس السوق النقدي الذي يعطي الأولوية لعنصري السيولة والأمان.
- يتميز الاستثمار في سوق رأس المال بكونه أكثر مخاطرة، وذلك بالنظر لطبيعة الأدوات المالية المتداولة فيه.

4.3. هيكل التعامل في سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال إلى سوق الأوراق المالية وسوق الإقراض طويلة الأجل.⁴

- سوق الأوراق المالية: وتسمى أسواق حاضرة، تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل الأسهم والسندات، وهنا تنتقل الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن تدفع قيمة الورقة أو جزء منها.
 - سوق الإقراض طويلة الأجل: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضاً تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.
- وبالتالي فعقود الأسواق الآجلة هي اتفاق على بيع أو شراء مجموعة من الأوراق المالية دون الاستلام والتسليم وبسعر اليوم، وذلك بعد فترة شهرين أو ثلاثة أشهر مقابل مكافأة مالية تمثل جزءاً من قيمة السهم يدفعها المستثمر لصاحب الحق في البيع ويستطيع صاحب الخيار إما تثبيت الشراء في تاريخ الاستحقاق أو إلغاؤه.

1 رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، المعتر للنشر والتوزيع، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2005، ص: 25.

2 Dumas Det Bally, les titres financiers équilibre du marché et méthode d'évaluation, Paris, sans maison d'édition, 1995, P: 112.

3 جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 35.

4 رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 35.

واستنادا لذلك يوجد نوعين من الخيارات:¹

- خيار الشراء: هو اتفاق بين المستثمر ومالك الأسهم على الشراء لمجموعة أسهم بسعر اليوم شريطة أن يدفع المستثمر مكافأة مالية تحدد بجزء من قيمة السهم ويحق للمستثمر بموجب هذا الاتفاق تثبيت الشراء عند حلول موعد العقد بعد فترة ثلاثة أشهر أو رفضه ويكون بذلك حقق أرباحا غير محددة في حالة ارتفاع الأسعار وحصر نفسه بخسارة تعادل قيمة المكافأة في حال انخفضت الأسعار بشكل حاد.
- خيار البيع: هو عقد أو اتفاق لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد مسبقا طبقا لأسعار اليوم وذلك خلال 90 يوما يدفع بموجبه البائع أو صاحب حق الخيار بالبيع للمستثمر مكافأة محددة بجزء من قيمة الأسهم، وعند حلول الأجل إما أن ينفذ البائع الخيار أو يرفضه استنادا للمستوى العام للأسعار في السوق.

4. سوق الأوراق المالية

ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 في فرنسا بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه royal exchange. أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد نشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821 وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

1.4. تعريف سوق الأوراق المالية

وهي السوق التي يتم بموجبها جمع البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.²

كما تعرف على أنها "شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية، وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي".

منه نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال سماسرة، أو شركات عاملة في هذا المجال لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات. وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفضل قوى العرض والطلب.

1 علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص ص: 34-35.

2 يمكن العودة في هذا الصدد لكل من:

عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، عمان، 2008، ص: 17.

عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 37.

2.4. خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:¹

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في سوق الأوراق المالية توفر المناخ الملائم، المنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- نظراً للمرونة التي تتميز بها سوق الأوراق المالية، وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية لهذه السوق في أن تتميز عن غيرها من أسواق السلع، في كونها سوق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالمية قد يكون ذو أبعاد سلبية. الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان تدخل الحكومات لمنع انتشار بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

3.4. وظائف سوق الأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد الوطني:

تتمتع سوق الأوراق المالية بأهمية بالغة في تنمية الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال الوظائف التي تؤديها والتي تتمثل فيما يلي:²

- زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي حيث تشجع الأوراق المالية على تنمية الادخار الاستثماري بشكل عام، وخاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع استثمارية مستقلة بأموالهم، وهذا ما يؤدي إلى زيادة معدل نمو الاستثمار، وزيادة معدلات التشغيل من ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي، كما تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب.

1 جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 38.

2 يمكن العودة في هذا الصدد لكل من:

عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 81-82.

جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 38.

- المساهمة في دعم الاستثمارات الداخلية والخارجية: حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان أصبح من الممكن قبول الأوراق المالية هذه كغطاء لعقد القروض المالية.
- تمكن سوق الأوراق المالية المستثمر من استعادة قيمتها عند الحاجة، لأنه يمكنه بيعها في أي وقت، إذ يمكن من خلال هذه السوق لحملة الأوراق المالية تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
- بالإضافة إلى ما سبق نجد أيضا الوظائف التالية:
- تساعد في تطوير وتنمية أساليب التمويل المختلفة، كما تساهم في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- توفير شبكة متنوعة من أدوات الاستثمار، تهيئ لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية، والتكلفة والعائد والمخاطرة.
- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطي المستثمر فكرة تسمح له بحسن اختيار الوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة.
- كما تمثل سوق الأوراق المالية حافزا للشركات المدرجة أسهمها فيها على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها، ودفعها إلى تحسين أدائها، وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.
- إضافة إلى ما سبق فتعمل سوق الأوراق المالية على التقليل من درجة مخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق وذلك بوجود السوق الثانوي، الذي يمكن الأفراد والمستثمرين من الحصول على أموالهم في أي وقت وذلك بالسعر الذي يحدد في السوق، ويسهل ذلك على الشركات الحصول على تمويل عن طريق إصدار طريق إصدار أوراق جديدة.

4.4. مكونات سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين أساسيين السوق الأولية، والسوق الثانوية، وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق منظمة، سوق غير منظمة. ويمكن التطرق إليها فيما يلي:

1.4.4. السوق الأولية

تعرف بسوق الإصدار، وهي الأسواق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية للاكتتاب فيها لأول مرة، حيث تقوم الشركات المساهمة بطرح أسهمها في السوق الأولية هذه للحصول على الموارد التمويلية اللازمة لتكوين أصولها، ومجوداتها الرأسمالية الثابتة.

كما تعتبر على أنها جزء من سوق الأوراق المالية، أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول.

وهكذا فإن السوق الأولية هي أداة لتجميع المدخرات، وتقديمها للمشروعات ويتم تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية كما يلي:

- بواسطة مصرفي الاستثمار: وهو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها. وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدري الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين.
- أسلوب البيع المباشر: تقوم الشركة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تباع هذه الأوراق المالية مباشرة للشركات المالية الكبرى، ولكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما توفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار ولكن من عيوبه أنه قد تتقاضى الشركة سعر فائدة أعلى وكما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوفرة.

2.4.4. السوق الثانوية

وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة الشروط والإدراج، والتي سبق تداولها في السوق الأولي، فهي أسواق تنقل فيه الأموال من الأفراد والشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل.¹

ومن أهم ما تتميز به السوق الثانوية أنها توفر عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم وسندات عند الحاجة إلى قيمتها نقداً. وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى ما يلي:

- **السوق المنظمة:** ويطلق على السوق المنظمة بورصة الأوراق المالية وهي تتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد أين يتم تداول الأوراق المالية المكتتب فيها من قبل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع والشراء.²

ويسمح وجود مثل هذه الأسواق بالحفاظ على استمرارية ونشاط التعامل بالأوراق المالية، ويسهل للمستثمرين التعرف على آلية تحديد السعر حيث أن معرفة الأسعار تساعد على تخصيص مواردهم المالية بكفاءة أعلى، فالبورصة لها دور هام في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الانتقاء الواسع بين العرض والطلب مما لديها من أجهزة وإمكانيات اتصالات الممارسة ببعضهم البعض وبعملائهم.³

كما تحقق السوق المنظمة أسعار عادلة بإلزام الشركات المقيدة فيها بتقديم المعلومات الكافية من أعمالها وبالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليست لها أساس اقتصادي سليم.

1 رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 21.

2 جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 29.

3 رسمية قرياقس، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص: 44.

- السوق غير منظمة: وهي التي تتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط ويطلق عليها المعاملات على المنضدة أو السوق الموازية، وهذه السوق لا تمثل مكانا معيناً يتم فيه تداول الأوراق المالية، ولكنها تتكون من عدد من المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة داخل الدولة وقد يتخصص كل من هؤلاء المتعاملين في نوع معين أو أنواع معينة من الأوراق المالية يقتصر نشاطه عليه.¹

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى ما يلي:

- السوق الثالثة: وتمثل جزء من السوق غير المنظمة وتشير بصورة عامة لعمليات التداول التي يتم على الأوراق المالية المسجلة في سوق غير منظمة، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية ممكنة، وأما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.²

- السوق الرابعة: وتعتبر بدورها جزء من السوق غير المنظمة ويتم التعامل فيها عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى بيوت السمسرة وأعضاؤها، ويتم التعامل في هذه السوق على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت موجودة داخل السوق المنظمة أو خارجها.

والهدف من هذه الأسواق هو كإستراتيجية من الحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، واستبعادهم بتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.³

والشكل الموالي يوضح هيكل وتقسيمات السوق المالية.

1 محمد صالح الخناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص: 74.

2 محمد صالح الخناوي ونحال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العيد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 68.

3 منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقس، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص: 54.

هيكل السوق المالي



ثانيا: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

سبق التطرق إلى سوق النقد وتم استخلاص أنها سوق النقود على المدى القصير، وهي سوق ما بين البنوك حيث تتدخل فيه السوق المحدث للنقود الكتابية وبنك الإصدار كوسيط.

وتسمح هذه السوق لبعض البنوك التجارية بتغطية حاجتها من السيولة، وتسمح للبعض الآخر بتوظيف فائضها من السيولة وهكذا تنشأ سوق النقد (العملة) يحكمها معدل فائدة يومي.

تهدف السوق النقدية إلى التعامل في الأصول النقدية فموضوع المبادلة فيها يتعلق بنوع خاص من الأصول خاصيته الرئيسية هي السيولة النسبية، والسيولة تعنى القدرة على التحول إلى نقود قانونية في خلال مدة قصيرة، وبأقل قدر ممكن من الخسارة أو الخطر.

1- تعريف الأدوات المالية وخصائصها

قبل التطرق إلى تعريف الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي يمكن إعطاء باختصار تعريف الأدوات المالية بشكل عام.

1-1 تعريف الأدوات المالية

هي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائدات الشركة في نهاية الدورة المالية فهي إما صك ملكية أو صك دين.

2-2 تعريف الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي¹

هي تلك الإصدارات قصيرة الأجل، والتي تمثل صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين سبق وأن أقرضه لطرف آخر. وعادة ما تكون هذه الأوراق المالية قابلة للتداول، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة أشهر أو سنة على الأكثر. هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر. ونظرا لانخفاض مخاطر التوقف عن السداد، فإنه يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض. وفي بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدما، وذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق. ويمثل الفرق مقدارا لفوائد. وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد. وهكذا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية، كما يتوقع أن تزداد تلك القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الاسمية المدونة عليها.

¹ مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الجزائر، 2007، ص ص: 46-47.

3-1 خصائص الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي

يمكن تلخيص خصائص أدوات السوق النقدي فيما يلي:

- قصيرة الأجل، حيث تتراوح فترة تسديدها ما بين يوم إلى سنة واحدة على الأكثر.
- سهولة تحويلها إلى نقد، مما أدى إلى تميز الأسواق النقدية بالسيولة العالية.
- أدوات الأسواق النقدية ذات قيمة كبيرة مما يجعل الاستثمار فيها مركزاً على المؤسسات الكبيرة دون الأشخاص الطبيعيين وهو ما يقلل من درجة المخاطرة.
- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.
- إمكانية التصرف فيها قبل وصول أجل الاستحقاق وذلك ببيعها في سوق النقد.

2- أنواع الأدوات المالية

الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد هي أدوات مالية قصيرة الأجل، تتميز بارتفاع درجة السيولة وانخفاض درجة المخاطرة، وتمثل هذه الأدوات صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بان لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر.

ولما تتميز به كل من الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية من خصوصيات استثمارية، سوف يتم معالجة أهم أنواعها فيما يلي:¹

1-1 أذون الخزينة

وهي سندات حكومية تتراوح مدتها ما بين 03 أشهر وسنة وعادة ما تكون أقل من سنة وذلك لتمويل النفقات الحكومية. ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم، أي تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن.

وعلى هذا الأساس يكون العائد التعويضي (عن الفوائد) عبارة عن الفرق بين سعر الشراء الأذونات وسعرها الاسمي، وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع.

إن أسلوب الخصم يعد تحفيزاً على الادخار، حيث يمكن للمستثمرين الاستفادة من بعض الفوائد المالية المتاحة وعدم تعطلها، إضافة إلى أنه هناك مزايا أخرى يمكن ذكر منها:

- وجود إعفاءات من ضرائب الدخل، وهنا كلما كانت هذه الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذا النوع من الاستثمار.

¹ محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص: 81.

- تتسم أدونات الخزينة بفتراتها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومة مركزية وبالتالي تكون هذه الأداة من أكثر أدوات الأسواق النقدية أماناً.
- زيادة التنافس السوقي الذي يضمن السعر العادل لكافة الأطراف وذلك لكثرة عدد المشترين والبائعين.
- تتميز أدونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وهذا ما يحقق سيولة عالية نسبياً.
- إن إصدار أدونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي.

2-2 الكمبيالات المصرفية

هي تعهد كتابي بإعادة مبلغ ما اقترضه شخص ما من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد ويتضمن هذا التعهد المبلغ المقرض وسعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق ويستطيع صاحب التعهد بيعه ويمكن أن يتم التداول بهذه الكمبيالة بين عدة تجار أو بيوت السمسرة.

3-1 القبولات المصرفية

هي أدوات دين تصدرها البنوك التجارية وذلك لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير والتعامل التجاري بين التجار المحليين والأجانب.

حيث تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل خصم معين، وذلك كوثائق دفع أجله عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلعة ما من بلد آخر، فتكون هذه القبولات ضماناً على قيمة هذه السلع التي تسلم من طرف الأجانب إلى المستوردين، وأن ذلك وفقاً للشروط المتفق عليها. إن القبولات المصرفية أداة نقدية قصيرة الأجل فإن فترة تسديدها تحدد غالباً ما بين 30 يوم و 270 يوم. ويمكن للمصدرين الأجانب الاحتفاظ بالوثائق الضمان المصرفي حتى يحين موعد استحقاقها ليتسلموا قيمها كاملة وذلك بشكل خاص للبنوك التجارية، البنوك المذكورة تحمل مسؤولية نهائية لتسليم المدفوعات المطلوبة

مثال عن القبولات المصرفية: يقوم أحد التجار بطلب بضاعة من شركة يابانية ويتقدم بعدها لبنك تجاري جزائري بطلب كفالة لدفع قيمة البضاعة فيقوم البنك التجاري الجزائري بإعطاء قبول للتاجر يحرره على البنك المراسل في اليابان يتضمن فترة زمنية للتسديد وعند شحن البضاعة تتسلم الشركة اليابانية القبول مقابل البضاعة وفي زمن الاستحقاق تتقدم لتحصل على القيمة من البنك المراسل، وفي حال اضطرت الشركة للأموال تباع القبول بأسعار أقل فتحصل على النقود مباشرة وهكذا تباع هذه القبولات وتشترى بهدف الحصول على العائد المتمثل بأجزاء من أسعار الفائدة.

4-1 الأوراق التجارية

هي أحد أشكال الائتمان التجاري حيث تصدرها شركات الأعمال ويتعهد أحد البنوك بدفع قيمتها حسب الزمن المحدد في الكمبيالة وعادة ما تكون مضمونة من قبل الشركات ويكون لهذه الشركة حساب لدى البنك أو حصلت من البنك على إمكانية تمويل مثل هذه الأوراق، ولهذه الأوراق عدة مزايا:

- أن تكون مضمونة من قبل الشركة التي أصدرتها. وليس من الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة الشركة ومكانتها والتي بفضلها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق.
- التزام البنوك بسداد القيمة عند حلول الأجل.
- تساهم هذه الأوراق في تنشيط سوق تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل.
- تنشر الأسواق المالية نموذجاً للشركات التي تصدر مثل هذه الأوراق وذلك حماية للمستثمر وضمان التعامل بمثل هذه الأوراق.

5-1 قرض فائض الاحتياط الإلزامي

إذا توفر الفائض في الاحتياط الإلزامي لدى البنوك يمكن أن تقوم بإقراضه لبنوك أخرى تحتاج لهذا الفائض وعادة ما تكون مدة هذا القرض يوم أو عدة أيام، لحين توفر السيولة لدى المصرف المقترض لكن تطور العمل التجاري وتوسع مجالات التوظيف والاستثمار قد أدى لتوسع عمليات اقراض البنوك من بعضها البعض، وفي هذا المجال يقوم البنك المركزي بتنظيم هذه القروض وإصدار التعليمات اللازمة.

6-1 قرض الدولار الأوروبي

ظهرت سوق الدولار الأوروبي على أثر قيام الاتحاد السوفياتي عام 1957 بنقل جزء كبير من أرصده بالدولار من مصارف أمريكية إلى مصارف في لندن خشية من تجميد تلك الحسابات وعلى أثر ذلك قامت الولايات المتحدة بوضع تنظيمات مصرفية لحل هذه المشكلة، وفي فترة الستينات ظهرت تنظيمات جديدة سميت بتنظيم Q عام 1967 سمحت للبنوك الأمريكية برفع سعر الفائدة إلى أعلى من الأسعار التي حددها البنك المركزي وذلك بهدف تخفيض حركة انتقال الدولار من أمريكا إلى أوروبا، لكن البنوك الأمريكية وجدت أن إقامة فروع لها في أوروبا يساعدها على تجاوز سعر الفائدة المحدد والسعر الأعلى المقرر ونظراً لاكتشاف ذلك بعد فترة تم الإقلاع عن نظام Q الذي حدد سعر فائدة أعلى وكمية احتياط إلزامي محدد لذلك نشأت سوق جديدة للدولار في أوروبا تستفيد من فروقات سعر الفائدة ومن فروقات الاحتياط الإلزامي للبنوك الأمريكية وظهر فيما بعد سوق عمليات كبرى بحدود مليون دولار لكل عملية وأصبح كبار المقاولين والشركات والمؤسسات المالية يتعاملون بهذه المعاملات والأصول المالية وأصبحت تباع في سوق المال.

ومنه فإن قرض الدولار الأوروبي يشكل ورقة مالية يتعامل بها كبار المتعاملين والشركات بالدولار تصدر عن صاحب الحساب في مصرف أمريكي ويتم تداولها في أسواق لندن وغيرها، وذلك نظراً لتباين سعر الفائدة بين السوقين.

ساهمت عدة عوامل في تعاظم دور الودائع بعد الحرب العالمية الثانية يمكن ذكر منها ما يلي:¹

- اعتماد الدولار حتى عام 1971 كعملة رئيسية لتحديد أسعار صرف العملات بالدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي حيث كانت هذه ترتبط في تثبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى ذهب.

1 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 61.

- اعتبار الدولار عملة أساسية لحساب كثير من العملات الدولية، وخاصة لتحديد بعض المواد (السلع) الأكثر أهمية في الاقتصاد العالمي مثل البترول الخام.
- دور المساعدات الأمريكية، من خلال مشروع "مارشال" في إعادة إعمار الدول الأوروبية المتضررة من الحرب العالمية الثانية وقد قدمت غالبية هذه المساعدات بالدولار الأمريكي.
- إدخال بنك - إنجلترا - عام 1957 رقابة شديدة على استخدام غير المقيمين للجنيه الإسترليني وهذا ما أدى بنوك الملكية المتحدة إلى البحث عن عملة أخرى دولية من أجل تمويل التجارة الدولية.
- اشتداد الأزمات الاقتصادية بين كل من بريطانيا وفرنسا والتي أدت إلى انخفاض قيمة الجنيه الإسترليني في عام 1969 ب 6,14 % وإلى انخفاض الفرنك الفرنسي عام 1969 ب 15 %
- فرض الحكومة الأمريكية عام 1963 ضريبة تعادل الفائدة على المقيمين الأمريكيين الذين يشترون أدوات أجنبية وذلك بغرض تقليل التدفقات الخارجية لرأس المال.
- اتجاه البنوك الأمريكية إلى سوق اليورو والدولار.
- البحث عن المقترضين الأوروبيين عن سوق دولية لإصدار سنداتهم للمستثمرين، وقد بادرت بذلك سلطة الطرق الرئيسية للحكومة الإيطالية عام 1963.
- فرض الحكومة الأمريكية في عام 1965 ما عرف بقيود الاستثمار الأجنبي الطوعية وذلك لمتابعة الشركات الأمريكية العاملة في الاستثمارات الخارجية، ودفعها الاهتمام بتحسين حالة ميزان المدفوعات الأمريكي.
- حساسية وودائع اليورو دولار الشديدة لتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، يمكن أن تسبب تدفقات كبيرة لهذه الودائع.

7-1 اتفاقيات إعادة الشراء

وتعني أن يلجأ أحد التجار إلى أحد السماسرة المتخصصين في هذه الاتفاقيات ليقترض منه مبلغا من المال لمدة يوم أو عدة أيام، وبموجب هذا الاتفاق يبيع التاجر للمستثمر بصفة مؤقتة أوراقا مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه. كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق المالية من نفس المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له هذه الأوراق على أن تنفذ الصفقة في الموعد المحدد الذي تنتهي به حاجة التاجر للأموال التي سبق وحصل عليها، ويعتبر فرق القيمة بين البيع والشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة وإن كان هذا لا يمنع من إجراء عقدي البيع والشراء بذات القيمة على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقا. ومنه فاتفاق إعادة الشراء يمثل قرضا قصير الأجل بضمانة الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق.

ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يتم تصنيف الأدوات المالية عموماً إلى أدوات ملكية وأدوات دين، ومنها ما يجمع بين خصائص كلتا النوعين ولكل هذه الأدوات عوائد ومخاطر متعلقة بها.

1. تعريف الأدوات المالية وخصائصها

تعرف الأدوات المالية على أنها صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائدات الشركة في نهاية الدورة المالية، وبالتالي يحصل حامل السهم على الأرباح، في حين يحصل حامل السند على الفوائد المتفق عليها.¹

وبالتالي فالأدوات المالية تشكل السلع التي يتبادلها المضاربون في سوق الأوراق المالية. فكما أن المستهلكين يبحثون عن المواد الغذائية والألبسة في المجتمعات الاستهلاكية. فإن المضاربين يبحثون عن الأوراق التي يرغبون باقتنائها وتدر لهم دخولا أفضل في سوق الأوراق المالية.

كما تلعب المؤسسات المالية والمصارف دوراً هاماً في ترويج الأدوات المالية سواء كان ذلك في سوق الإصدار، أو في سوق التداول لأن هذه المؤسسات مع السماسرة يشكلون صناع السوق ومحورها وبناءً على مقترحاتهم وتوصياتهم يتجه المضاربون لهذه الورقة أو تلك.

وبما أن الأدوات المالية عبارة عن صكوك تمثل حق ملكية أو حق دين على الجهات التي تصدرها، لذلك تتميز بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي:²

- تتميز بكونها من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء، الأمر الذي يترتب عليه تحديد السعر في السوق لكل ورقة مالية ذات الإصدار سواء تعلق الأمر بالأسهم أو السندات.
- تعتبر مخزناً للقيم خاصة الأسهم، حيث تزداد قيمتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر. وذلك فضلاً عن عما تدره على حائزها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة في حالة عدم وجود ربح وفي أسرع وقت، بحيث يكون التعامل في هذه الأوراق متشابهاً للإيداع والسحب من حسابات المصارف مع ما تتميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها.
- تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين توزيع الدخل، نظراً لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين، الأمر الذي يمكن من تعبئة موارد مالية كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين بغض النظر عن مقدرتهم المالية.
- تتميز الأدوات المالية بأنها قابلة للتداول بالطرق التجارية (بيع - شراء)، الأمر الذي ييسر قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل بها.

1 علي كنعان، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 43.

2 محمد يوسف ياسين، البورصة - عمليات البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص: 41-42.

2. أنواع الأدوات المالية

يمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي أدوات الملكية، أدوات الدين والأوراق المهجنة.

1-2 أدوات الملكية: وتشمل بدورها الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

يعرف السهم على أنه ¹ عبارة عن ورقة مالية مصدرة من طرف شركة ذات أسهم تمثيلا لحصة من رأس مالها. ² وتكون نقدية إذا امتثلت حصصا نقدية في رأس مال الشركة، وعينية إذا امتثلت حصصا عينية وتشمل:

1-1-2 الأسهم العادية

وهي عبارة عن وثيقة ملكية يعطي لحامله حق في ملكية الشركة، وهذه الحصة تتحدد بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها إلى عدد الأسهم المصدرة. وتعد أكثر الأوراق المالية شيوعا له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما تكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن فقط الاحتياطات، الأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلا عن القيمة الاسمية للسهم، أما القيمة السوقية فتتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.³

وتتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص يمكن ذكر منها:⁴

- عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة.
- تتميز الأسهم العادية بأن ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة.
- حصول حملة الأسهم العادية على الأرباح يتوقف على مقدار الأرباح المحققة من قبل الشركة، وعليه يتحصل حامل السهم العادي على عائد متغير طبقا لما تحققه الشركة من أرباح.
- خاصية حق المطالبة المتبقي، تشير هذه الخاصية إلى اعتبار حملة الأسهم آخر الطوائف في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، ففي حالة التصفية يكون لحملة الأسهم العادية حق المطالبة بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة بعد استيفاء حقوق الأطراف الأخرى.
- خاصية المؤسسة المحدودة، وتعني هذه الخاصية أن حملة الأسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة.

1 ضياء مجيد المومني، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص: 32.

2 Barmand, Le grand marché européen, 3^{eme} Edition, Imprimerie de presse universitaire, Paris, 1991, P: 92.

3 محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 88.

4 يمكن العودة في هذا الصدد لكل من:

عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي واليات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،

2002، ص: 22-23.

جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، الجزء الثاني، المكتبة الوطنية الجزائرية، الجزائر، 2002، ص: 109.

- إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف، ولكنه أصعب من حيث التحليل، إذ نجد أن للسندات في أغلب الأحيان مدة صلاحية محدودة وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر والأرباح.
- كما يتمتع حملة الأسهم العادية بجملة من الحقوق منها:¹
 - الحصول على جزء من الأرباح على الاستثمارات في نهاية السنة، وهو أحد الأهداف الهامة، أي تحقيق الأرباح على الاستثمارات التي قاموا بها.
 - الحصول على نصيبه من قيمة الموجودات في الشركة عند التصفية.
 - حق نقل ملكية الأسهم عن طريق الاتجار بها أو عن طريق الهبة أو الإرث.
 - حق الحضور في الاجتماعات الهيئية العامة للمساهمين، والتي تنعقد عادة كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة.
 - الحق في التصويت، أي أن المساهمين باعتبارهم ملاك للشركة لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم.
 - حق الإطلاع على وثائق الشركة متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا.
 - حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة
- كما نجد عدة أنواع من الأسهم العادية نذكر منها:
- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: وهي أسهم إنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة في الشركة.²
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: وتعني أن التوزيعات على هذه الأسهم من الإيرادات تخصم قبل احتساب الضريبة.³
- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، ولكن في هذا النوع من الأسهم في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم فحامل السهم العادي له الحق بمطالبة الشركة بالتعويض.

2-1-2 الأسهم الممتازة

وتعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، إلا أنها أقل استخداما كأداة للتمويل، وذلك بالمقارنة بالأسهم العادية، والتي تعرف على أنها شهادات تصدرها الشركات لتزود برؤوس الأموال عند الحاجة⁴، وتقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين

1 محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 62.

2 رسمية قرياقص، حنفي عبد الغفار، البورصات والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 277.

3 نفس المرجع أعلاه، ص: 278.

4 عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 21.

- النوعين. فهي تشبه السندات في أن لها توزيعات الأرباح ثابتة دوريا، وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة، وأصحابها يعتبرون من مالكي الشركة. وتتميز هذه الأسهم بما يلي:¹
- خاصية تجميع الأرباح، تقضي هذه الخاصية بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
 - تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد، فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة، وليس لها تاريخ استحقاق، إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية.
 - حملة الأسهم الممتازة لهم أولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات في أموال التصفية، الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياسا بتلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية.
 - ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل إذا ما قورنت بتكلفة الاقتراض، وذلك نظرا لكون توزيعات الأسهم الممتازة لا تعد من التكاليف الواجبة الخصم عند تحديد الدخل الخاضع للضريبة.
 - تتصف هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصية المشاركة، أي هناك أنواع أخرى منها كتلك التي تسمى بأسهم المشاركة، وفقا لذلك فإن لحملة الأسهم الممتازة بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة، أو أية نسبة محددة مسبقا الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.
 - تمتاز هذه الأسهم بكونها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.
- كما يتمتع حاملي الأسهم الممتازة بجملة من الحقوق منها:²
- لهم الحق في تجميع الأرباح المقررة لهم.
 - يحق لحملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية لأنه بموجب القيمة الاسمية الممتازة يمكن الحصول على عدد أكثر من الأسهم العادية. ويتم ذلك كلما كان المركز المالي قويا.
 - الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في اقتسام الأرباح التي توزع عليهم بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المقررة، معنى ذلك أنه يتم دفع الأرباح المقررة لحملة الأسهم الممتازة أولا ثم توزيع الأرباح المتبقية على حملة الأسهم العادية.
- وتوجد عدة أنواع من الأسهم الممتازة يمكن ذكر منها:³
- الأسهم الممتازة للأرباح أو غير مجمعة: الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح تعني أنها تجمع حقوقها في الأرباح ولا تخسرها عن السنوات التي لا يتم فيها التوزيع، أما غير المجمعة فلا يحق لها أن تجمع حقوقها عن السنوات التي لا يتم فيها توزيع الأرباح، أي أنها لا تأخذ أرباحها إلا عن السنوات التي يتم فيها التوزيع.

1 حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدائها المشتقة، دار الكندي، الأردن، 2005، ص: 151.

2 وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003، ص: 89.

3 زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص: 29.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل أو غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: حيث يحقق لحملة الأسهم الأولى تحويلها إلى أسهم عادية وبالذات حين يكون العائد الذي يتحقق للأسهم العادية يفوق العائد الذي يتحقق لحملة الأسهم الممتازة، أما الثانية فلا يحق لحملتها تحويلها إلى أسهم عادية.

ومنه نستنتج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

- تمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.
- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت على عكس حامل السهم العادي.
- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.
- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.

2-2 أوراق الدين

وتتمثل أدوات الدين المتداولة في سوق الأوراق المالية في السندات، والتي تعرف على أنها¹ ورقة مالية تمثل قرضا طويل أو متوسط الأجل، وكاملة الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.

كما تعرف على أنها ورقة مالية إقتراضية تمثل قيمة معينة قابلة للتسديد في مدة معينة تنتج فائدة معلومة ومرفقة بشرط محدد، وتتميز السندات بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية تتمثل فيما يلي:

- عبارة عن قروض طويلة الأجل ذات معدل فائدة ثابت ومحدد.
- صك مديونية على الجهة المصدرة له، وبالتالي حامله ليس له الحق في التدخل في شؤون الشركة.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- تتميز كذلك السندات بتكلفة ويعبر عنها بالفائدة السنوية، التي تتحملها الشركة المصدرة لها خلال فترة القرض.
- كما تتميز أيضا السندات بخاصية الاستدعاء، أي أن الشركات المصدرة للسندات تمتلك الحق في استردادها.
- فتعتبر السندات إذن قرضا طويل الأجل يترتب على الجهة المصدرة له سداده في الأجل المتفق عليه وأن طريقة أو كيفية السداد قد ينص عليها نظام إصدار السندات.

أما بالنسبة لأنواع السندات فإنه توجد العديد منها يمكن ذكر بعضها فيما يلي:

1-2-2 حسب القائم بإصدار هذه السندات، ويوجد منها:²

- سندات حكومية: هي التي تصدرها الهيئات الحكومية، وتكون مضمونة تتمتع بدرجة سيولة عالية.
- سندات الشركات: تصدرها الشركات الضخمة التي تجعلها مقترضة.

1 Jperyard, La bourse, 3^{eme} édition, Imprimerie Herssey, 1993, PP: 27.11.

2 عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1998، ص: 51.

2-2-2 حسب معدل العائد، ويمكن التمييز منها:

- سندات ذات المعدل الثابت: في هذا السند تكون العوائد منظملة إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليها إذا انخفضت معدلات الفائدة.
 - سندات ذات عائد متغير: ويكون العائد مختلف حسب الفائدة التي يحددها السوق.
- 3-2-2 حسب ما تحققه الشركة، ويذكر منها ما يلي:

- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة إذ تحصل على الفائدة في جميع الحالات بغض النظر عن أدائها.
 - سندات دخل: هذا النوع فائدته تتأثر بما حققته الشركة فهي لا تحصل عليها إلا إذا حققت دخل معين، أي لا تدفع الفوائد إلا في حالة تحقيق الأرباح.
- 4-2-2 من حث الضمانات، ويمكن التمييز منها:

- سندات مضمونة: وتكون مرهونة بأصول معينة للشركة ففي حالة عدم وفائها بالتزاماتها يستطيع أصحاب هذه السندات التصرف بهذه الأصول واستفاء جميع حقوقهم.
 - سندات غير مضمونة: إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي السمعة الحسنة للمؤسسة المصدرة لها.
- كما نجد أيضا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وهي سندات ذات معدل فائدة وأجل معلوم يعطي لحاملها حق الخيار بتحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تمويل يحدد في العادة عند إصدار السند. وأخيرا يمكن استنتاج الفرق بين الأسهم والسندات من خلال الجدول الموالي:

المقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
دين على الشركة.	جزء من رأس مال الشركة.
حامل السند يعتبر دائن	حامل السهم يعتبر مالك
ربح السند ثابت، ولا يتأثر بالخسارة.	ربح السهم متغير حسب النشاط، قد يكون خسارة.
حامل السند له الأولوية في الحصول على مستحقاته	عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل
عن وقوع خسارة أو في حالة التصفية.	السهم ما تبقى بعد تسديد كافة ديون الشركة.
فوائد السندات تعتبر تكاليف لا تخضع للضريبة.	عائد السهم يعتبر ربحا يخضع للضريبة.
ليس لحامل السند أي حق في أولوية في الاكتساب في	للمساهمين حق الأولوية في الاكتساب في أسهم
زيادة رأس المال	زيادة رأس مال الشركة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المراجع المذكورة أعلاه.

3-2 أنواع أخرى للأوراق المالية

كلما تغيرت الظروف الاقتصادية بصفة عامة والظروف المؤثرة بصفة خاصة، تلجأ الإدارة إلى التفكير في إيجاد أشكال متعددة من الضمانات تفي وتجذب أنواعا جديدة من المستثمرين، ومن هذا المنطق ظهرت أنواع أخرى للأوراق المالية غير الأسهم العادية والسندات، وسيتم عرضها من خلال المحاور الموالية:

- الأوراق المالية المهجنة؛
- الأوراق المالية المشتقة؛
- الإبداعات المالية والأدوات المالية المتطورة.

1-3-2 الأوراق المالية المهجنة¹

إضافة إلى الأسهم والسندات نجد نوع آخر من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية تجمع بين خصائص الأسهم والسندات معا تعرف بالأوراق المهجنة، والتي يمكن تعريفها على أنها الأوراق المالية التي تجمع بين خصائص أكثر من نوع من الأوراق المالية، فهي خليط بين الأسهم والسندات وينطوي هذا العنصر على:

- الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار.
- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم وسندات المساهمة.

1-1-3-2 الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار

فالسهم الممتازة سبق وأن تطرقنا إليها، أما بالنسبة لشهادات الاستثمار فهي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على العوائد مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية، تتداول هذه الشهادات في البورصة شأنها في ذلك شأن بقية الأوراق المالية، ويتمتع حاملها بالأولوية إلى جانب المساهمين العاديين في الاكتتاب، أي شراء شهادات الاستثمار المصدرة الجديدة بغرض رفع رأسمال الشركة.²

وهنا يمكن الإشارة إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه على شهادة استثمار والتي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، وكذا شهادة حق التصويت والتي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالشركة. ويقوم بإصدار شهادات الاستثمار كل من مؤسسات القطاع العام والخاص وذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومن مراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار.

2-1-3-2 السندات القابلة لتحويل إلى أسهم، السندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم، سندات المساهمة

بالنسبة للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم هي سندات تتميز بجميع خصائص السندات، كالحصول على فوائد دورية ورد القيمة في الميعاد، إلا أنها تتميز بميزة إضافية، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، إذا رغب المستثمر في ذلك وهذا حسب عدد من المتغيرات، من بينها المركز الائتماني للشركة حيث إن هذه السندات يفضلها الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت هذه الشركة من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية.

1 بلال شبيخي، تطور وأداء أسواق الأوراق المالية المغربية واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011، ص ص: 27 30.

2 Y.Simon, *encyclopédie des marchés financiers*, Tome 01, Economica, Paris, 1997. P: 22.

أما بالنسبة للسندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم والتي تمثل أوراق مالية التي تجمع بين صفات الأسهم والسندات لحملتها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسومات التابعة لسنداته يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقاً.

وسندات المساهمة هي سندات يتم إصدارها من قبل شركات المساهمة الخاصة وكذا العمومية ذات الطابع الاقتصادي وحتى المؤسسات المالية. وقد تختلف هذه السندات في بعض جزئياتها من بلد إلى آخر، حيث يحصل صاحبها على عائد ولا يوجد لها تاريخ استحقاق كما تعتبر ضمن الديون الأبدية بمعنى أنها أموال شبه خاصة. أما العائد الذي يحصل عليه صاحب هذه السندات ويتكون من جزئين الأول ثابت والآخر متغير يتم حسابه استناداً على النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له أو مستوى نشاطها.

ويمكن الإشارة هنا، إلى وجود نوع قريب جداً من هذا النوع يعرف بسندات المشاركة وهي سندات يتم إصدارها عموماً من طرف جهات لا تهدف أساساً إلى تحقيق أرباح من بينها الجمعيات بمختلف أنواعها والهيئات ذات الطابع العلمي والثقافي. ويلاحظ أن عوائد هذه السندات مماثلة لسابقتها لكن بحجم أقل، كما أنه وبالنظر إلى طبيعة الجهة المصدرة لها تقلص من خصوص تبادلها على النحو الذي عليه سندات المساهمة.

2-3-2 الأوراق المالية المشتقة

هذا النوع من الأوراق المالية لا ينشأ من تلقاء نفسه، مثل الأنواع السابقة، بل يعتمد على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليه اسم "أصول مالية مشتقة"، أي تشتق من أصل آخر موجود، وفيما يلي يمكن إعطاء بعض أنواع هذه الأوراق¹:

1-2-3-2 الاختيارات

الاختيارات هي عقود بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار وهذه الاختيارات قد تعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال فترة معينة بسعر معين، وهذا النوع يسمى "اختيار شراء"، كما قد يوجد "اختيار بيع" وهو الذي يعطي حامله الحق في بيع سهم معين خلال أو بعد فترة بسعر معين، وتطبق هذه الاختيارات على الأوراق المالية كالأسهم والسندات.

ومن أهم ما يميز هذه الاختيارات أنها تصدر من المستثمرين مباشرة، ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية في هذه الاختيارات، كما أن لفظ "اختيار" يأتي من جانب حامل الاختيار (مشتريه) وليس بائعه، فالبائع للاختيار ليس لديه اختيار، بل هو ملتزم متى أراد حامل الاختيار تنفيذ عقد الاختيار.

2-2-3-2 الكفالات

الكفالات هي أيضاً اختيارات، ولكن تصدرها الشركة، حيث تعطي لمشتري الكفالة الحق في شراء عدد من الأسهم العادية خلال فترة زمنية معينة بسعر متفق عليه.

وبالرغم من التشابه بين الكفالات والاختيارات، في أن كليهما اختيار، إلا أن أوجه الاختلاف بينهما تتمثل في:

- أن مصدر الكفالة هي الشركة، بينما مصدر الاختيار هو المستثمر الفرد.

1 عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمخاطر الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2011، ص: 243.

- أن أجل أو الفترة الزمنية الممنوحة في الاختيارات هي قصيرة المدى، بينما الكفالات تعتبر متوسطة أو طويلة الأجل، حيث تتراوح مدتها بين سنة وعشر سنوات.

3-2-3 العقود المستقبلية والأجلة

العقود المستقبلية تتم بين طرفين "بائع ومشتري" حيث يتعهد البائع فيها بتسليم أصل معين بكميات معينة وبسعر معلوم في تاريخ معين في المستقبل. وأما العقود الآجلة هي عقود قياسية تعطي لحاملها الحق في بيع أو شراء كمية محددة من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم والتسوية في التاريخ المحدد بالعقد.¹ وتختلف العقود المستقبلية قليلاً عن العقود الآجلة.

فالعقود المستقبلية وإن كانت تشبه العقود الآجلة، إلا أنها تعتبر عقود منظمة حيث ظهرت حديثاً (في أوائل السبعينات) نتيجة لوجود بورصة العقود التي تدخل كطرف وسيط بين البائع والمشتري، وتضمن تنفيذ العقد، بحيث تضمن أن كلا من البائع والمشتري سوف يلتزم بتنفيذ العقد، وبالتالي تقل بعض مخاطر العقود الآجلة التي لم تكن مضمونة.

2-3-2 الإبداعات المالية والأدوات المالية المتطورة²

المتابع لأسواق الأوراق المالية وما يحدث فيها من اختراعات يلاحظ جلياً أن من غير الأسهم العادية والسندات التقليدية، تم إحداث مئات الأدوات المالية التي يتسم كل منها على خصائص تهتم بتلبية عدد من التطلعات التي يرغب فيها إما المصدرون أو المدخرون أو بيوت السمسرة. وقد رافق هذه الثورة في جانب الأدوات المالية ثورة مماثلة في المؤسسات المالية وهيكلها وإجراء التعديل، نجم عنها استحداث أدوات مالية جد متطورة غير تلك التي تم ذكرها ضمن الخيارات والعقود المستقبلية وصكوك شراء الأسهم. كما تم تأسيس أسواق تختص بتداول مثل تلك الأدوات على النحو الذي يمكن أن يوفر لها السيولة المطلوبة.

وكان الهدف من كل ذلك هو استقطاب أكبر عدد ممكن من المؤسسات والجمهور نحو البورصة وكذا زيادة كفاءة هذه الأخيرة وتنشيطها.

ويعتقد أن من الدوافع الأساسية لهذا التوسع الكبير في جانب الإبداعات المالية يمكن إرجاعها إلى جملة من عناصر هي:

- التغيرات في أسعار الفائدة ومعدلات التضخم.
- التغيرات الحاصلة في القوانين سارية المفعول.
- الظروف الاقتصادية السائدة -مستوى النشاط-.
- التقدم التكنولوجي والنظام الضريبي المطبق.
- الدراسة الأكاديمية الخاصة بكفاءة السوق وعدم كفاءته.

1 رغيد قصوة، محمد سامر القصار، إدارة المخاطر، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010، ص: 153.

2 بلال شفيق، مرجع سبق ذكره، 2011، ص: 31.

رابعاً: كفاءة البورصة ومخاطر الاستثمار فيها

تشير فكرة كفاءة البورصة اهتمام الكثير من الباحثين والمتعاملين في البورصة، فوفقاً لمفهوم كفاءة البورصة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم على وجه السرعة لكل معلومات جيدة تصل إلى المتعاملين، مما يترتب عنها تغير نظرتهم في الشركة المصدرة للأوراق المالية حيث أن المعلومة تأتي إلى البورصة في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، ومن ثم تعكس أسعار الأسهم لأي شركة كل المعلومات المفروض أن تأثر فيها.

1. تعريف كفاءة البورصة

تعرف كفاءة البورصة على أنها "السوق التي يتوقع فيها أن تستجيب أسعار الأسهم فيها على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها، إذ يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للأسهم"، أي أن البورصة الكفؤة هي التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة. حيث أن المعلومات التي تأتي إلى البورصة وفي أي وقت مستقلة عن بعضها البعض من المتوقع أن تسبب في حركة عشوائية للأسعار.¹

ففي البورصة الكفؤة تستجيب الأسعار وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيها، بحيث تدفعهم للشراء أو البيع.

ومنه نستنتج أن البورصة الكفؤة هو الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، كما يمكن القول بأن القيمة السوقية للسهم في البورصة الكفؤة هي قيمة عادية، تعكس تماماً القيمة الحقيقية له.

2. خصائص البورصة الكفؤة

لاحظنا بأن البورصة الكفؤة تعني إمكانية استجابة السعر للمعلومات الواردة إلى السوق، أو قيام جميع المتعاملين بالتحرك اتجاه هذه المعلومات، وانطلاقاً من ذلك فإن أهم خصائص البورصة الكفؤة ما يلي:

1-2 المنافسة الكاملة

أو ما يطلق عليها عدالة السوق، فعندما يزداد عدد المتعاملين ينعدم الاحتكار وتصبح قوة المضاربين مؤثرة على السعر بنفس مستوى المعلومات الواردة.

كما يطلق أيضاً على هذه الخاصية بخاصية العمق، فأسعار الأوراق المالية في السوق العميقة لا تختلف بكثير من صفقة أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأوراق لا يكونون عرضة للخسارة في هذه الأحوال، أي أنهم يأخذون مخاطرة أقل لأن الفرق بين أسعار الطلب والعرض يكون ضيقاً.

1 إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 32.

2-2 السيولة

تعتبر السيولة في البورصة أحد أهم المحفزات للمستثمرين، والسيولة تعني إمكانية التخلي أو بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن سعر شراء الأصل، ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة.

3-2 استمرارية السعر

تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا يتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤثر في السعر.

4-2 حيوية السوق

عندما يختل التوازن مابين العرض والطلب في البورصة، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغيير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية سوق الأوراق المالية إضافة إلى الخصائص التالية الواجب توفرها في البورصة حيث نقول أنها بورصة كفؤة وتتمثل فيما يلي:

- الأمن والأمان وإمكانية الحماية ضد المخاطر، وعلى إدارة البورصة حماية المستثمر من الصفقات غير الأخلاقية، أو الوهمية.¹
- العقلانية وإمكانية التعامل مع البورصة بحدود الربح، بناء الربح على معلومات واردة إلى السوق تسمح بارتفاع الأسعار، كما. ويجب توافر البدائل عند وجود عدة خيارات أمام المستثمر لكي يتصف بالعقلانية.
- كون المعلومات منتشرة، بحيث لا يمكن لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف بها الآخرين
- كما أن سعر الورقة المالية في البورصة الكفؤة هو² تقدير جيد لقيمتها الاستثمارية، حيث القيمة الاستثمارية هي القيمة الحالية للنتائج النقدية من الورقة في المستقبل، كما قدرت بواسطة محللين متميزين، ولديهم المعلومات الكافية بحيث أي فروق جوهرية بين السعر والقيمة هي انعكاس حقيقي لعدم الكفاءة في البورصة.
- ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن البورصة الكفؤة هي البورصة الذي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة، ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليل جدا، كما لا يسمح للمتعاملين بتحقيق أرباح غير عادية على حساب أقرانهم إلا في حالات نادرة يكون مردها إلى محض الصدفة فقط.

3. أنواع كفاءة البورصة وصيغها المختلفة

وسيتم التطرق إلى كل من أنواع الكفاءة ثم صيغها المختلفة.

1 علي كنعان، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 194.

2 محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 113.

1-3 أنواع كفاءة البورصة

وتتمثل أنواع كفاءة البورصة في الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، كما يلي:

1-1-3 الكفاءة الكاملة

تعتبر المعلومات في البورصة المحور الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية، والمحور المركزي لمفهوم الكفاءة، ومهما اختلفت التعاريف فهي تنصب على مدى استجابة الأسعار للمعلومات المتاحة، وعليه تعرف الكفاءة الكاملة بأنها¹ "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة، والتي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية".

وهذا ما يعني التغيير الفوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، وهذا يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر آخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره. ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة يجب توفر الشروط الآتية:²

- توفر المعلومات للجميع، بدون تكلفة وفي وقت واحد، بمعنى لا يدفع المستثمر مبلغا معيناً للمحللين مقابل الحصول على نصيحة، بحيث يجب أن تتماثل جميع التوقعات لدى المتعاملين.
- وجود عدد كبير من المستثمرين، وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم.
- عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق، وعدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات والضرائب، مما يؤدي إلى السماح بالبيع والشراء بحرية كاملة.
- أن يتمتع المستثمرون بالرشد والعقلانية، بحيث أنهم يبيعون جميعاً للحصول على المنفعة من وراء الاستثمار.

2-1-3 الكفاءة الاقتصادية

وأما الكفاءة الاقتصادية للبورصة فتعني³ وجود فاصل زمني بين تحديد المعلومات حول السوق ثم انعكاسها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت أقل، وبسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق كبير لدرجة يحقق المستثمر من وراءها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.

ومنه فالكفاءة الاقتصادية تستند إلى فرضية المستثمر منفعتة الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية.

1 الجودي صاطوري، أثر كفاءة رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2006، ص: 255.

2 محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 30.

3 الجودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 257.

2-3 الصيغ المختلفة لكفاءة البورصة

وتوجد الصيغ الموالية:

1-2-3 الصيغة الضعيفة

مضمون هذه الصيغة أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم.¹

وبالتالي يستحيل الاعتماد على المعلومات المتاحة، وحجم الصفقات في الماضي، لأن التغيرات التي تطرأ على الأسهم في المستقبل ليس هي نفسها التغيرات الحادثة في الماضي.

2-2-3 الصيغة المتوسطة

فحسب هذه الصيغة أسعار الأوراق المالية لا تكون انعكاساً لكافة المعلومات التاريخية التي تهتم بكل ما طرأ من تغيرات على أسعار وحجم المعاملات لهذه الأوراق في الزمن الماضي فحسب، بل تستند كذلك إلى جملة المعلومات التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية. سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو الشركة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

3-2-3 الصيغة القوية

تعرف كفاءة السوق في شكله القوي بأنه عبارة عن السوق التي تنعكس فيها كل المعلومات العامة والخاصة على أسعار الورقة المالية، بحيث لا يمكن في هذه السوق الحصول على معلومات غير منشورة تخص أصل مالي من أجل تقدير التطورات المستقبلية لسعر هذا الأصل المالي.²

فوفقاً لهذا الغرض فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن الشركة وبالتالي فلن يستطيع أي مستثمر حتى ولو امتلك خبرة ومهارة فائقة في التحليل أن يحصل على إيرادات غير عادية.

4. مخاطر الاستثمار في البورصة

يتردد المستثمر في الإقبال على الاستثمار المالي في البورصة، والتي تعني إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المألوفة، وبالتالي يحتاج المستثمر إلى معلومات تساهم في التقليل من درجة عدم التأكد للتقليل من هذه المخاطر، والتي تنقسم إلى المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

1 محمد صالح الخناوي، نبال فريد مصطفى جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 86.

2 الجودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 279.

1-4 المخاطر المنتظمة

هي ذلك الجزء من المخاطر الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل، حيث تصيب المخاطر المنتظمة كل الموجودات الحادثة في السوق بفعل عوامل مشتركة، تؤثر في النظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية والاجتماعية، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على شركة معينة أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون لمتخذي القرارات أي قدرة في تحديدها ولسيطرة عليها، فهذا النوع يساهم بشكل أساسي في تباين العائد المتوقع، وتتسم هذه المخاطر بالخصائص التالية:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تمثل النظام الاقتصادي كله.
- تؤثر في جميع الشركات العاملة، لذلك تصيب كل الاستثمارات.
- لا يمكن تجنبها بالتوقع، ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال العائد المتوقع.

2-4 المخاطر غير المنتظمة

ويقصد بها المخاطر الخاصة، والتي تشير إلى حالات عدم التأكد التي تنشأ بفعل ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بشركة معينة أو قطاع معين حيث أنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة من العوامل كحدوث اضطراب عائلي داخل الشركة أو داخل قطاع معين، حيث أهم ما يميز هذه المخاطر أنها تنشأ بفعل عوامل تخص الشركة ويمكن تجنبها بالتنوع. كما تندرج ضمن هذه المخاطر ما يلي:

- مخاطر سعر الفائدة: وهي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية.
- مخاطر السوق: هي التغيرات التي تحدث في الفوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي.
- مخاطر الأعمال: هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة.
- مخاطر سعر الصرف: هي المخاطر المعنية بالتغيرات في أسعار الصرف ولا سيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية.
- المخاطر المالية: تتعرض الشركة إلى مخاطر إضافية بسبب اعتمادها على مصادر التمويل المقترحة في هيكل تمويل الشركة، فكلما زاد اعتمادها على القروض كلما تعرضت إلى مخاطر إضافية متمثلة في عدم القدرة على التسديد وهذه المخاطر الإضافية تعرف بالمخاطر المالية.
- مخاطر التضخم:¹ تتمثل مظاهر التضخم في المخاطر الناشئة عن انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الاستثمار في الأوراق المالية أو العائد الذي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد.

1 محمد صالح الخناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002/2001، ص: 258.

3-4 المخاطر المختلطة

وتتمثل المخاطر المختلطة فيما يلي:

1-3-4 مخاطر الرفع التشغيلي

وتمثل الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في التكاليف الكلية فمثلا إذا كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة يعني أن هذه الشركة تتميز برافعة تشغيل عالية. وتعني رافعة التشغيل العالية أن زيادة صغيرة في المبيعات تنتج عنها زيادة كبيرة في الأرباح. كما أن انخفاض صغير في المبيعات تنتج عنه كون كبير في الأرباح، فالشركة التي تكون درجة الرفع التشغيلي لديها عالية تكون معرضة أكثر من غيرها لمخاطر انخفاض أسعار أسهمها في حال حدوث انخفاض في قيمة مبيعاتها.

2-3-4 مخاطر الرفع المالي

يرتبط الرفع المالي بما يعرف بهيكل رأس المال، فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعا والعكس صحيح. فالتمويل باستخدام الرفع المالي يهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع ومن ثم تعظيم العائد على حقوق المساهمين. وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة التمويل بالدين في هيكل تمويل الشركة ازدادت نسبة التغير في أرباح الأسهم الناتجة عن أي تغير صغير في الأرباح.

خامسا: مؤشرات البورصة¹

يقيس مؤشر البورصة مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسو البورصة، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي تكون عليها البورصة والذي يستهدف المؤشر قياسه أي عادة ما تأخذ مجموعة أسهم تمثل السوق بشكل جيد.

1. تعريف مؤشر البورصة

يقيس المؤشر التغيرات الطارئة على قيمة الأسهم خلال فترة زمنية معينة سنة أو شهر أو أسبوع، وعادة ما تأخذ بعض المؤشرات مجموعة أسهم وتعتبرها عينة تمثل السوق.

فمؤشر البورصة هو مؤشر إحصائي رياضي يقيس تغيرات أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة مقارنة بما كانت عليه خلال فترة معينة.

وهناك نوعان من المؤشرات:

- المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل: مؤشر داو جونز ومؤشر 500 ستاندر أند بور.
- مؤشرا قطاعية، أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة مثل: مؤشر داو جونز لصناعة النقل ومؤشر ستاندر أند بور لصناعة الخدمات العامة.

وهناك بعض المصطلحات التي تطلق على أسواق الأوراق المالية استنادا على اتجاهات مؤشرات البورصة صعودا وهبوطا، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، يطلق على البورصة السوق الصعودي. أما حين تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط، فإنه يطلق على البورصة السوق النزولي.

2. خصائص مؤشر البورصة

وتتمثل هذه الخصائص، فيما يلي:

- يأخذ المؤشر عينة من الأسهم التي تمثل البورصة بشكل دقيق وعادة ما يأخذ 30 سهم مثل مؤشر داو جونز أو 500 سهم مثل مؤشر ستاندر أند بور.
- يأخذ المؤشر إما أسعار الأسهم ويقسمها على العدد أو قيمة مجموعة الأسهم الداخلة ويقسمها على أسعارها في فترة سابقة.
- يعالج المؤشر العينة بطريقة العينة إما الوسط الحسابي أو الوسط الهندسي بحيث يصل إلى إمكانية المقارنة.
- يأخذ المؤشر الكلي قيمة البورصة كاملة، كل ما يدخل من أسهم في فترة زمنية ويقارنها بالقيمة في فترة الأساس للتعرف على التغيرات الطارئة على البورصة.

1 يمكن العودة هنا إلى:

محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002/2001، ص ص: 251 255.

P. TOPSCALIAN, Les indices boursiers sur action, Economica, Paris, 1996, PP: 09 15.

3. أهداف مؤشر البورصة

تعمل المؤشرات على تحقيق الأهداف المالية:

- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في البورصة بصفة عامة أو بالنسبة لصناعة معينة. كما يساعد المستثمرين على تحديد حجم توقعاتهم وتحديد قرارات البيع والشراء في الوقت المناسب.
- قياس كفاءة البورصة ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي للدولة نظرا لوجود علاقة مباشرة بين مؤشر السوق وبين معدل النمو الاقتصادي ومعدل نمو الدخل القومي.
- فطالما أن نشاط المؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، فالمؤشر المصمم بكفاءة لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة، كما تمكن هذه المؤشرات من التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية معينة.
- مد المستثمرين بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق التي تشكل الأساس لقرارات الاستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم (ويقصد بالمحفظة الاستثمارية تشكيلة من أدوات الاستثمار أي الأوراق المالية تتكون من نوعين أو أكثر) وتحديد كفاءة مدير الاستثمار الذي يدير المحفظة (تخضع هذه المحفظة لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة).
- توجيه المضاربين والمستثمرين نحو الاستثمارات الأفضل لمدخراتهم استنادا للأسعار وحالات الهبوط أو الصعود، ويدفعه لتحديد حجم المخاطر ودراسة إمكانية تجنبها بحيث تزداد درجات الأمان للاستثمارات. وعادة ما يوصف المضاربون في البورصة على هذا الأساس، على النحو الموالي:
- **المضارب الصعودي:** وهو المضارب الذي يعتقد بأن البورصة سوف تأخذ منح الصعود، أي أسعار الأوراق المالية تأخذ اتجاهها تصاعديا. وهنا يقوم المضارب بشراء الأوراق المالية على أمل بيعها عندما يرتفع سعرها في المستقبل.
- **المضارب على الهبوط:** وهو المضارب الذي يعتقد بأن البورصة سوف تأخذ منح الهبوط، أي انخفاض أسعار الأوراق المالية في المستقبل، فيعمل على بيعها.
- إمكانية المقارنة مع أسواق أخرى والتنبؤ بالحالات السيئة قبل حدوثها واتخاذ العديد من الإجراءات التي تخفف حجم الأزمة القادمة.

4. مراحل بناء مؤشرات البورصة

ويمر بناء مؤشر البورصة بالخطوات الموالية:

1.4. مدى ملائمة العينة

تعرف العينة على أنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب هذا المؤشر، ويجب أن تكون العينة المختارة ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والاتساع والمصدر.

- **الحجم:** يعني عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، وكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكبر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

- **الاتساع:** ويقصد به أ العينة المختارة تغطي مختلف القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق. وهنا تجدر الإشارة إلى أنه إذا كان المؤشر يقيس حالة البورصة بصفة عامة، فينبغي أن يتضمن أسهم المؤسسات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي. أما إذا كان المؤشر خاصاً فتقتصر العينة على أسهم عدد من المؤسسات المكونة لتلك الصناعة.

- **المصدر:** أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، بحيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساس الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2.4. تحديد الأوزان النسبية

وتعرف الأوزان النسبية بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المداخل هي:

- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمؤسسة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ولكن يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المؤسسة أو حجمها. وكمثال عن ذلك مؤشر داو جونز.

- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. وكمثال عن ذلك مؤشر FT30 الذي يجمع ثلاثين (30) ورقة مالية من الأكثر أهمية في بورصة لندن.

- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب في مدخل السعر. فالمؤسسات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدر. وكمثال عن ذلك مؤشر ستاندرد أند بور500.

3.4. طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة

تستخدم الصيغة الموالية في حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b}$$

حيث أن:

Index_t: قيمة المؤشر في الفترة t. P_t: إقفال أسعار الأسهم في الفترة t.
Q_t: عدد وحدات الأسهم في الفترة t. P_b: إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.
Q_b: عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

5. بعض أهم مؤشرات البورصات العالمية

ويمكن ذكر بعض أشهر مؤشرات البورصات في مختلف دول العالم فيما يلي:¹

1.5. الولايات المتحدة الأمريكية

أشهر مؤشرات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية هي: مؤشر داو جونز، مؤشر ستاندرد أند بور 500، مؤشر P100.
1.1.5. مؤشر داو جونز: هو أقدم المؤشرات في العالم. لقد قام شارل هنري داو أحد مؤسسي شركة (داو جونز) التي تقوم بإصدار جريدة وول ستريت الشهيرة بتشكيل مؤشر داو جونز الصناعي والذي سمي باسمه في عام 1884.
يأخذ المؤشر 30 سهما بمعدل سهم لكل شركة تتسم بالعراقة وضخامة حجمها وزيادة عدد المساهمين وزيادة حجم الإنتاج والشهرة المحلية والعالمية.

وصيغة حساب مؤشر داو جونز: Dow Jones Industrial Average

$$DJAt = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / Dadj$$

حيث:

DJAt: قيمة المؤشر في الفترة t. Pit: سعر السهم i في الفترة t.
Dadj: القاسم العادل في الفترة t.

من بين الانتقادات التي تعرض لها هذا المؤشر أنه يأخذ أسهم 30 شركة صناعية فقط وهي من كبار الشركات المسجلة في بورصة نيويورك، لكن عدد الشركات قد ازداد ليصل إلى أكثر من 1700 شركة مساهمة وبالتالي لا يمثل إلا نسبة قليلة من الشركات المسجلة في السوق من حيث العدد فهو لا يمثل بذلك مجتمع البورصة بالكامل.

2.1.5. مؤشر ستاندرد أند بور 500: وتعود تسمية هذا المؤشر إلى الشركة الأمريكية ستاندرد أند بور التي قامت عام 1923 بنشر مؤشر يضم 233 سهما للشركات المسجلة في بورصة نيويورك. وعُدل فيما بعد هذا المؤشر ليضم 500 شركة (400 شركة صناعية، 20 شركة نقل، 40 شركة مرافق، 40 شركة مالية من بنوك ومؤسسات تأمين).

1 رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 80 85.

وصيغة حساب مؤشر ستاندرد أند بور: Standard & Poor Index 500

$$S\&P500 = \frac{\sum PitQit}{\sum PibQib}$$

حيث:

- S&P500: قيمة المؤشر في الفترة t.
- Pib: سعر السهم i في الفترة p.
- Qit: عدد وحدات السهم i في الفترة t.
- Qib: عدد وحدات السهم i في الفترة b.
- b: فترة الأساس.
- (K): رقم الأساس.

2.5. إنجلترا

- مؤشر FT-30 ويجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.
- مؤشر FTSE-100 وهو المؤشر الأكثر شهرة ويحتوي على مئة ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رسملة البورصة.

3.5. فرنسا

يوجد في فرنسا العديد من المؤشرات البورصية لكنها على العموم تعتمد على مؤشرين أساسيين مؤشر كاك CAC لكافة الأسهم ومؤشر كاك CAC40 40

1.3.5. مؤشر كاك CAC لكافة الأسهم

يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31

2.3.5. مؤشر كاك CAC40 40

ويتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة.

4.5. اليابان

تعتمد ليابان اساسا على مؤشرين نيكاي Nikkei وتوبيكس Topix

1.4.5. مؤشر نيكاي Nikkei

تم إنشائه عام 1950 ويحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو. ومؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي لهذه المؤسسات التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2.4.5. مؤشر توبيكس Topix

لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

5.5. مؤشرات البورصات العربية

يمكن ذكر بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية من خلال ما يلي:

1.5.5. مؤشر داو جونز مركزي العالمي – تايوانز 50

وضع هذا المؤشر عام 2004، وهو يضم أسهم كبرى شركات العالم العربي ويضم أسهم 50 شركة كبرى في 10 دول عربية (البحرين، مصر، الأردن، الكويت، لبنان، المغرب، قطر، تونس، الإمارات العربية المتحدة). وكل سهم في هذا المؤشر يحسب بناء على 60٪ للقيمة السوقية للشركات و20٪ لصافي الإيرادات و20٪ للعائدات. وكل شركة من الشركات ضمن المؤشر لها وزن نسبي في بناء مؤشر تايوانز.

2.5.5. مؤشر سوق عمان المالي

عام 1992 بدا سوق عمان المالي احتساب رقم قياسي بالقيمة السوقية، وبدأت فترة الأساس بـ 100 نقطة. وهذا المؤشر يقوم على أساسه اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة عام 1994 و70 شركة عام 2001.

3.5.5. مؤشر بنك أبوظبي الوطني (الإمارات العربية المتحدة)

وهو مؤشر مرجح بطريقة رسمية السوق ويضم 38 شركة مدرجة في سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية.

4.5.5. مؤشر سوق البحرين المالي

بدا إنشاء المؤشر عام 1989، وهو يحتسب بطريقة رسمية السوق ومرجح بـ 24 شركة.

5.5.5. مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية لـ 35 شركة.

6.5.5. المؤشر العام للأوراق المالية

وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي، وعام 2001 كان عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة.

7.5.5. مؤشر مازي (المغرب)

وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية، لكونه مؤشر شاملاً للرسملة، وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء.

8.5.5. مؤشر مسقط الأوراق المالية

وهو مؤشر عام للسوق في عمان ويتكون من 33 شركة.

9.5.5. مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر)

تم إطلاق هذا المؤشر عام 1986 بـ 100 نقطة وهو يحتسب على أساس المعادلة الآتية:

مؤشر سوق الدوحة = إجمالي القيمة السوقية للتداول لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر X مؤشر الأسعار ليوم الأساس / إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر.

10.5.5. مؤشر بلوم 30 (لبنان)

وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان عام 1996 وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ 2.3 بليون دولار.

11.5.5. مؤشر كاس (مصر)

وضع المؤشر عام 1998 وهو يضم سوقي القاهرة والإسكندرية، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة ويضم 30 شركة.

ساوسا: (البورصة الحاضرة للبضائع، أنواعها وإدارتها

ظهرت أسواق السلع منذ القدم في أسواق تقام بصفة دورية في أماكن محددة. حيث كانت الصفقات التجارية تتم على بضائع حاضرة يجرى معاينتها ودفع ثمنها في الحال، ومن ثم تطورت هذه الأسواق نتيجة التوسع في حجم المبادلات التجارية بسبب 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.

وبما أن 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.

إن أسواق السلع المنظمة في العالم ثمرة مباشرة للهيئات التجارية والغرف التجارية التي تم تشكيلها بهدف تنظيم التجارة، وكانت من أوائل الهيئات التجارية الهيئة الخاصة بتجارة الحبوب في ولاية شيكاغو بأمريكا. فقد أسست أول بورصة للحبوب في العالم على يد 82 تاجرا، وذلك في العام 1848، وكان يسمى آنذاك مجلس شيكاغو التجاري (CBOT) (Chicago Board Of Trade)، فقبل هذا العام، كان المزارعون الأمريكيون يعجزون عن الحصول على مشتريين للحبوب التي ينتجونها وكان المزارعون يقومون بنقل حبوبهم إلى شيكاغو لعرضها للبيع، فإذا عجزوا عن بيعها اضطروا إلى إلقاءها في بحيرة ميتشجان هربا من تكلفة النقل العالية اللازمة لإرجاعها إلى مزارعهم ومن هنا تم تأسيس بورصة شيكاغو للحبوب، لتكون سوقا مركزية للتجارة الآتية والمستقبلية. وعليه أصبح التجار يقومون بشراء محاصيل سنوات قادمة وبأسعار متفق عليها مسبقا بموجب عقود آجلة ملزمة للبائع والمشتري وبكميات يتم تحديدها في العقد إن هذا النظام يضمن للمزارعين معرفة كمية المحصول المطلوب منهم انتاجها وتسويقها في السنوات المقبلة، بحيث يضمنون الحصول على تمويل مبدئي يساعدهم على الإنتاج وبالتالي فإن مجلس شيكاغو التجاري (CBOT) تعتبر أقدم سوق لتبادل العقود الآجلة والخيارات في العالم.

وفي عام 1898 تأسست بورصة شيكاغو التجارية (CME) (Chicago Mercantile Exchange)، وعُرفت باسم مجلس شيكاغو التجاري للزبد والبيض. تجدر الإشارة إلى أنه تم دمج مجلس شيكاغو التجاري (CBOT) مع بورصة شيكاغو التجارية (CME) في عام 2007 ليكونا معاً مجموعة أطلق عليه (CME).

في عام 1870 تأسس مجلس نيويورك للتجارة (NYBOT) (New York Board Of Trade) وعرف باسم بورصة نيويورك للقطن. في وقت لاحق من عام 2004، اندمجت مع بورصة القهوة والسكر والكافا (CSCE) (Coffee Sugar and Cocoa Exchange) لتصبح بعدها بورصة نيويورك للتجارة (NYBOT). واليوم تتعامل بشكل أساسي في العقود الآجلة وعقود الخيارات للسلع المادية مثل الكافا والقهوة والقطن والسكر وعصير البرتقال.

في عام 1872 وقد أنشئت بورصة نيويورك التجارية (NYMEX) (New York Mercantile Exchange) للتعامل في منتجات الألبان، وبحلول عام 1994، اندمجت (NYMEX) مع بورصة السلع (COMEX) (Commodity Exchange) لتصبح أكبر بورصة للسلع المادية في تلك الأثناء.

أما بالنسبة لتجارة السلع خارج الولايات المتحدة الأمريكية، فإن البورصات الرئيسية هي بورصة لندن الدولية للعقود الآجلة والخيارات (LIFE) (London International Financial Futures and Options Exchange)، وبورصة لندن للمعادن، وبورصة طوكيو للسلع.

1. ماهية البورصة الحاضرة للبضائع

تجارة 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 ودفع ثمنها في الحال، ومن ثم تطورت هذه الأسواق نتيجة التوسع في حجم المبادلات التجارية إثر التقدم في وسائل الإنتاج 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.

1.1. تعريف بورصة البضائع

بورصة البضائع هي سوق منظمة، متخصصة في بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الاستراتيجية كالقطن، السكر، البن، القمح ... وتعرف أيضا باسم "البورصة التجارية". وتسمح هذه البورصات المتخصصة بتمويل الأسواق بكل أنواع السلع اللازمة، وحسب أسعار العرض والطلب.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، ولذلك فأن 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 سلعا زراعية: القمح، والذرة، والقطن، وموارد طبيعية: كالذهب، والبترو - 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 سيلان.

وعليه فإن بورصة البضائع هي عبارة عن منظمة أو مؤسسة مكونة من أشخاص (أعضاء البورصة) للتعامل في السلع الدولية تقوم بتوفير مجال للمتاجرة وتحت قواعد معينة.

كما يمكن القول أنها عبارة عن جمعية من التجار تعنى بتنظيم السوق بين البائعين والمشتريين للسلع الدولية التي لا توجد في مقر السوق ولكن التعامل يتم عن طريق المستندات والغرض الأساسي من المتاجرة في بورصة السلع الدولية هو الوقاية من الخسارة المالية وذلك عن طريق البيع والشراء بشكل أجل.

وهناك من يعتبر بورصة البضائع سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بسلع طبيعية ذات استهلاك كبير نسبياً، وتشرف على إدارتها هيئة لها نظامها الخاص وتخضع لقوانين ولوائح يلتزم بها المتعاملون داخلها كافة.

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

ولذلك فإن هذه الأسواق تعني المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون، وتعني أيضا 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 المتحويطين:** وتتكون من أفراد يعملون في مهنة على صلة بالسلعة ذات العلاقة، لتأمين احتياجاتهم منها بدرجة أولى.

- **والثانية فئة المضاربين:** وتضم أفرادا ومؤسسات تحترف تجارة السلع بيعة وشراء بهدف 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 وفقًا لنماذج معينة أو بناءً على تسمية صنف متفق عليه مسبقًا، كما أن 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، وأيضًا حاجة كثير من الدول إلى الحصول على بعض السلع الأساسية من مصادر منظمة تتيح لها تلبية حاجاتها بصورة اقتصادية مستقرة، هذا فضلًا عن نمو قطاع المعاملات المالية في الاقتصاديات المعاصرة بجوار قطاع الإنتاج الحقيقي.

وعلى الرغم من أن أسواق السلع الدولية تعتبر وليدة الأسواق التقليدية، إلا أن ثمة فروق جوهرية بينهما يمكن تحديد أهمها فيما يلي:

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

- **أنواع السلع:** 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:** 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.

- **التأثير النسبي على الأسعار:** 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، لأن الصفقات التي تعقد في هذه الأسواق تكون كبيرة ومركزة ومتكررة.

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

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

2.1. أهداف بورصة البضائع

- تهدف بورصة البضائع إجمالاً إلى إيجاد بيئة مناسبة لكل المتعاملين بالسلع وبالتالي فهي تهدف إلى:
- تسهيل التقاء أطراف العملية التجارية مما يساعد على فتح قنوات تصدير إضافية³
- توفير السلع اللازمة والمتميزة وذلك طبقاً لاحتياجات السوق.
- توفير قدر كبير من البيانات التي تبين احتياجات الأسواق من السلع سواءً محلياً أو عالمياً.
- تعمل بورصة البضائع على تمكين المتعاملين فيها من القيام بإجراء التعاقدات المستقبلية إضافة إلى الصفقات الآنية الفورية)، وذلك على المستوى المحلي أو العالمي.
- جعل أسعار السلع أكثر استقراراً.

2. أنواع أسواق السلع الدولية

كانت أسواق السلع الدولية قديماً قاصرة على السلع الزراعية كالقمح والقطن، غير أن نشاط هذه الأسواق قد امتد 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:¹

- سوق المنتجات الزراعية الرئيسية كالقطن، والسكر
- سوق الحبوب والزيوت المنزلية، كالقمح والشعير والذرة والصويا وزيت الصويا.
- سوق المشروبات كالكاكاو، 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، والزنك، 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".

¹ جعفر الجزار، الادخار والاستثمار والمضاربة في البورصة، دار النفائس، بيروت، لبنان، 1998، ص ص: 231-239.

3. مواصفات وشروط السلع في بورصة البضائع

هناك شروط معينة يجب أن تتوفر في السلع، 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.

والسلع الدولية ليست سلعا محددة بعينها، وإنما هي سلع لها شروط ومواصفات خاصة، تتيح لها الإمكانية لأن تكون محلا 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.¹

- تجانس وحدات السلعة: وهذا يقتضي أن تكون السلعة من المثلثات 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 العدد، وذلك بما يسمح أن تحل أي كمية منها مكان أخرى من ذات النوع.

- القابلية للترتيب: وذلك بأن تكون السلعة قابلة للتصنيف في درجات أو أصناف حسب جودتها، مثل قطن باب أول، وقطن باب ثانٍ وذهب عيار 15، وذهب عيار 21 ... وهكذا، وذلك حتى يمكن التعامل بهذه السلع وفقاً لنماذج معينة، أو بناءً على تسمية صنف معروف متفق عليه مسبقاً محدد الأوصاف.

- 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 ومزاوتها لعملها بكفاءة عالية وجود هذا الحجم الكبير من التعامل لتلك السلع.

- 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 سلعا دولية.

- 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.

وبتطبيق هذه الشروط أو الخصائص نجد أن السلع الأساسية تشمل الأنواع التالية:

- المعادن مثل الألومنيوم والنحاس والزنك والقصدير، والنيكل، وبلاتينيوم الرصاص، والذهب والفضة والبلاتين والمعادن المركبة من معدنين والنفط ومشتقاته مثل زيت التدفئة والجازولين والغاز الطبيعي.

1 محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 5.

- المحاصيل والمنتجات الزراعية (الحبوب) والأغذية مثل الذرة والقمح والقطن والكافو والبن والأرز والشعير والصويا والسكر والفسق والبندق واللوز والمشمش المجفف وجوز الهند وعصير البرتقال وزيت الصويا والبطاطا والبصل.
- المواشي واللحوم.
- سلع أخرى مثل الخشب والمطاط.

4. أساليب ونظم التعامل في بورصات البضائع

1.4. 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 عقداً نموذجياً منظماً 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 فعلاً ويستطيع المشتري فحص عينة منها بالبورصة، أو الانتقال خارجها لفحصها في المخازن والمستودعات.
- موجود رغبة حقيقية في التسليم والتسلم: فالمشتري يرغب في الحصول على السلعة والبائع لديه أيضاً رغبة وإمكانية حقيقية لتسليم هذه السلعة، فالغرض الحقيقي من التعامل غالباً هو البيع والشراء الفعلي وليس مجرد إجراء تعاقدات صورية تحت ستار البيع والشراء.
- تسليم الثمن: ويعتمد هذا الأسلوب على تسليم كامل الثمن غالباً 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 تنزيل على هذا السعر وفقاً لعوامل العرض والطلب على البضاعة.

1 محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 9.

2.4. أسلوب 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 الموالي: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 وتسليم 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 تتوافر لها شروط محددة وذلك حتى تتاح إمكانية تطبيق هذا الأسلوب.
- 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.

1 محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 10.

سابعاً: المقاصة والتسوية

يترتب على أي صفقة أن يقوم المشتري بدفع الثمن مقابل قيام البائع بتسليم المثلث سواء كان سلعة أو خدمة أو ورقة مالية، وعند المبادلة، يتزامن وقت إنشاء العقد مع وقت دفع الثمن واستلام المثلث، أو بعبارة اصطلاحية يتزامن وقت تنفيذ الصفقة مع وقت مقاصتها ووقت تسويتها.

1. المقاصة

غرفة المقاصة هي حجر الزاوية في أسواق العقود الآجلة والقطعة الأساسية لضمان حسن سير المعاملات وأمنها، وغرفة المقاصة هي مؤسسة تمثل في الواقع المصالح المختلفة للمجتمع المالي العامل في أسواق العقود الآجلة، يجمع بين البنوك من الدرجة الأولى ومن شركات الوساطة الكبرى وأهم المشغلين الذين يتدخلون في أسواق العقود الآجلة في البورصة، يتم تنفيذ هذه الوظيفة من قبل البنك المركزي للتعويضات الذي يجمع بين أرقى جولات الطاولة التي يمكن العثور عليها في الساحة، مقابل "السلع الخفيفة"، يتم توفير التعويض من قبل غرفة تبادل السلع الدولية. كما تشارك هذه المنظمة في عاصمة البنك المركزي.

وتتم 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، 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.

غرفة المقاصة هي هيئة لدى البورصة تعمل كوسيط في جميع المعاملات على العقود الآجلة وخيارات العقود الآجلة. يكمن دورها في ضمان تنفيذ العقود عند حلول تاريخ الاستحقاق وتحفظ بجميع المستندات المتعلقة بالعمليات لتتبعها. تشتغل بفضل أعضائها، وحدهم مؤهلين لإنجاز المعاملات المباشرة مع البورصة.

2. التسوية

عندما تشتري أو تباع الأوراق المالية، فإن التسوية تتمثل في التحويل الرسمي للأوراق المالية إلى حساب المشتري والنقد إلى حساب البائع.

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.

وتعد دار التسوية الجزء الأساس من عمل اسواق العقود المستقبلية اذ أنها تؤدي دورا مهما في أية صفقة عكسية. ويشترط لعضو السوق ليكون عضوا في دار التسوية أن يقدم طلب للحصول على عضويتها لذا أن أعضاء السوق أما ان يكونوا اعضاء في دار التسوية او يكون هناك عضو في دار التسوية يفي بالخدمة الى اعضاء السوق. ويعد دار التسوية مؤسسة مستقلة أو مؤسسة حكومية أو شركة مساهمة. وقد تكون مؤسسات ثانوية تابعة للسوق (البورصة) ويتوسط فيه المشتري والبائع في كل عقد من العقود فبعد أن يتفق الطرفان على عقد الصفقة يدخل دار التسوية في عملية الشراء والبيع. ويصبح المشتري لبائع العقد والبائع المشتري العقد، وبهذا يتوقف المشتري والبائع عن التعامل المباشر بعضهم ويكون دار التسوية على الطرف الآخر من كل صفقة ويكون مستعداً لتلبية التزامات العقد إذا نكل المشتري او البائع. وبذلك تساعد دار التسوية في تسهيل وجود سوق منظم للعقود المستقبلية فضلا عن انه يجعل السوق بعيد عن الصفة الشخصية ويعد هذا مفتاح النجاح في تنفيذ الصفقة عند توسط دار التسوية.

أما بالنسبة لمصادر تمويل بيت التسوية المالية فيتم تحصيلها مما يأتي

- الرسوم التي يحصل عليها من أطراف التعاقد: فعندما يتعثر أحد الطرفين يقوم البيت باستخدام جزء من موارد ذلك الصندوق لتغطية التكاليف اللازمة لتنفيذ العقد، وسبب هذا الضمان الذي يوفره بيت التسوية عدم معرفة كل منها الآخر أو التحقق من قوة المركز المالي للطرف الثاني مما يسهل تداول العقود ويوفر لها سيولة كبيرة.

- الهامش المبدئي: حيث يلزم المستثمر قبل إجراء أي تعامل في العقود المستقبلية بمجرد فتحه حساب لدى بيت السمسرة بإيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة بهدف ضمان المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم، وتراعي بيوت السمسرة عدم المغالاة في الأسعار لتحذ من القيد على نشاط المستثمرين، ويختلف قيمة الهامش المبدئي من عقد لآخر وفقا لطبيعة السلعة محل التعاقد وكميتها وسعرها، فقيمة الهامش المبدئي لعقود أذونات الخزنة لا تزيد عن 5% من قيمة العقد، ويجب التنبيه إلى أن التزام بيت التسوية في تسوية العقود يؤدي إلى الربح أو الخسارة حسب الحالة الموجودة وتغاير الأسعار ولهذا السبب أوجدوا الهامش المبدئي.

- هامش الصيانة: وعادة يحدد بيت التسوية هامش صيانة تتراوح قيمته 75 إلى 80 % من قيمة الهامش المبدئي وهذا يعني أن رصيد حساب السلعة لا ينبغي أن ينخفض عن هذه النسبة، أما إذا انخفض طالبا السمسار بإيداع المزيد في الرصيد، ففي حالة ارتفاع السعر بالنسبة للمشتري في العقد فلا حاجة لأن يطلب منه بإيداع هامش صيانة، أما في حالة انخفاض السعر ويمثل ذلك خسارة المشتري لأنه سوف يدفع أكبر من سعر السوق عند تنفيذ العقد، فيطالب بدفع هامش الصيانة لكي يرتفع رصيده حسابه إلى مستوى هامش الصيانة ويكون المبلغ على صورة نقدية.

- ويمول بيت التسوية ماليته من خلال تنفيذ عمليات البيع والشراء والتي ينتج عنها الربح والخسارة، والفرق بين الربح والخسارة هو مصدر تمويل له، كذلك من خلال الصفقات العكسية بحيث إذا توقع المستثمر أن ارتفاع سعر عقده هو الحد الأعلى ولا يمكن ارتفاع السعر أكثر، يقوم بشراء عقد مماثل له بصفقة مع بيت التسوية، فما على بيت التسوية إلا شطب العقدين المتقابلين ويكون من حق المستثمر سحب قيمة هامش المبدئي الذي سبق إيداعه لدى بيت التسوية.

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 السماسرة، 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. وهناك 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 أنية 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:

جدول يبين أنواع أنظمة التسوية

نوع التسوية	إجمالية	صافية
أنية	تتم في أثناء اليوم أنياً أو مع تأخير بسيط لكل صفقة على حدة وتستخدم عادة لتسوية الصفقات ذات المبالغ الكبيرة. ويطلق على هذا النظام الذي يتميز بخاصتي التسوية الإجمالية والأنية مصطلح: Real-time gross settlement (RTGS)	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 الأنية إلا إجمالية
متراخية	تسوية في نهاية اليوم لكل صفقة على حدة. ويستخدم عادة لتسوية المبالغ المترتبة على نتائج أنظمة المقاصة المختلفة. كما يدخل فيه نظم التسوية الإجمالية الأنية التي تجري المقاصة خلال اليوم بشكل آني ولكن مع قابلية النظام لإلغاء التسوية حتى نهاية اليوم.	يمكن وتتم التصفية في الغالب في نهاية اليوم. ولكنها يمكن أن تحدث خلال أوقات متقطعة أثناء اليوم.

ويمكن أن تستخدم التسوية الإجمالية والصافية 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 والصافية. 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 bilatéral أو متعددة multilatéral، والأخيرة أكفاً من الثنائية في تقليل حجم وعدد المدفوعات التي يتحتم على كل طرف تسويتها.

ولكل من التسوية الإجمالية والصافية 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 بالاحتياطيات، ولكن مخاطر تسويتها منخفضة.

وتختلف أنظمة التسوية كذلك في وقت ما يسمى بحسم التسوية ويقصد به الوقت الذي ينتفي 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.

3. المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع

يسبق عمليتي المقاصة والتسوية بعض المراحل لتنفيذ الصفقة نوجزها فيما يلي:

1.3. المرحلة الأولى: اختيار الوسيط

يقوم العميل أو المستثمر باختيار الوسيط المناسب لإبرام الصفقة المراد تنفيذها، إذ أن التعامل في الأسواق المنظمة مقصور على وسطاء محددين، وقد يكون هذا الوسيط لا يتعامل مباشرة مع السوق، ولكن يقوم بتوكيل وسيط مرخص له التعامل في السوق.

وتوجد قائمة بأسماء الوسطاء المرخص لهم من قبل هيئة البورصة يستطيع العميل من خلالها اختيار أحدهم، لذا يتعين على المستثمر أو العميل قبل اختيار الوسيط أن يتأكد من قوة الوسيط المالية، وسمعته في السوق، وحصوله على ترخيص في التداول، وينقسم الوسطاء إلى نوعين:

- النوع الأول: وسيط الخدمة الكاملة: يقدم الوسيط هنا العديد من الخدمات للمستثمر والتي يمكن اختصارها بكونها خدمات تساعد المستثمر في اتخاذ القرار المناسب والوسيط في هذه الحال يقوم بدور المخطط المالي للمستثمر، وذلك لعدم قدرة المستثمر على معرفة اختيار الشيء المناسب في السوق، أو لعدم توفر الوقت

الكافي لدى المستثمر لمتابعة أحوال السوق ومن ثم اتخاذ القرار المناسب. من الأعمال التي يقوم بها وسيط الخدمة الكاملة ما يلي:

- تزويد المستثمر بما يتوصل إليه من معلومات مالية وأبحاث ودراسات عن واقع السلع والشركات وتطوراتها.
- بناءً على هذه الدراسات التي يقدمها للمستثمر يقدم نصائحه ببيع أو شراء، أو الانتظار مدة معينة حتى تأتي الفرصة المناسبة.
- يقوم بتنفيذ الأوامر التي وافق عليها المستثمر، ويحصل على عمولة مقابل ذلك.
- يقوم الوسيط بإنهاء إجراءات البيع والشراء عن طريق بيوت المقاصة في السوق.

- النوع الثاني وسيط التكلفة المنخفضة: الوسيط هنا يقوم فقط بتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يطلبها المستثمر وذلك لأن المستثمر عنده القدرة على معرفة أوضاع السوق واتخاذ القرار المناسب، وكثر هذا النوع من الوسطاء بعد ظهور وسائل الاتصال الحديثة ونقلها المباشر لأخبار السوق، وكل ما يحتاجه المستثمر من معلومات تحليلية يجدها عبر المواقع الإلكترونية المتخصصة في مجال الاقتصاد.

2.3. المرحلة الثانية فتح الحساب

بعد اختيار الوسيط المناسب يقوم العميل الذي يرغب في بيع أو شراء السلعة المتداولة في أحد أسواق السلع المنظمة يفتح حساب لدى هذا الوسيط وأشهر أنواع الحسابات هي:

- حساب النقد
- حساب الهامش
- حساب التداول اليومي

والفرق بين هذه الأنواع الثلاثة هو التزام صاحب حساب النقد بدفع كامل قيمة صفقة الشراء، واستحقاقه استلام كامل قيمة صفقة البيع، أما في حساب الهامش فيحق لصاحب الحساب دفع بعض قيمة الصفقة واقتراض الباقي من الوسيط مع دفع بعض الضمانات كأوراق مالية من أسهم أو سندات، وأما في حساب التداول اليومي فهو شبيه بحساب النقد من جهة التزام صاحبه يدفع كامل قيمة الصفقة إلا أنه يقوم بتنفيذ صفقات متعددة في اليوم الواحد، على أمل أن يحقق ربحاً ولو يسيراً من خلال الصفقات التي يبرمها في هذا اليوم.

3.3. المرحلة الثالثة: طلب تنفيذ أمر

يطلب العميل تنفيذ أمر بيع أو شراء، ويستطيع العميل أن يحدد شروط تنفيذ الأمر من حيث نوعه، وسعره وكميته ومدة بقاءه نشطاء وغيرها من الشروط المعتادة ومن المعلومات التي تتضمنها استمارة الأمر عادة اسم العميل ورقم، حسابه ونوعه بيع أو شراء والكمية واسم السلعة ورمزها، والسعر، ومدة بقاء الأمر نشطاء بالإضافة إلى معلومات عن مكان السلعة وكيفية استلامها، على أن بعض الأسواق قد لا تحدد مكان السلعة، وقد يقوم الوسيط بتوفير خدمة الاطلاع على أحوال الأسواق وإمكانية إدخال الأوامر للعميل في موقعه أو مواقع العملاء من خلال شبكة اتصالات خاصة، أو شبكة الإنترنت.

4.3. المرحلة الرابعة إرسال الأمر إلى السوق

بعد التأكد من صحة معلومات الأمر، يقوم الوسيط بإرسال الأمر إلى السوق إلكترونياً، لكي يتم تنفيذه مع طرف مقابل، ألا إذا كانت السوق تعمل بالنظام التقليدي فإنه يتقابل الوسيط في قبة السوق لتنفيذ الأوامر.

وتجدر الإشارة إلى أنه أصبح في الإمكان، في ظل التطور الكبير في تقنية الاتصالات والمعلومات، قيام جمهور المتداولين في الوقت الحاضر بالمراحل الثلاث السابقة (من فتح الحساب إلى إرسال الأمر إلى السوق) دون أن يكون هناك اتصال مباشر وجها لوجه مع وسيط، بل من خلال مواقع الوسطاء الذين يقدمون خدماتهم عبر شبكة الإنترنت والذين أصبح يطلق عليهم الوسطاء الإلكترونيين وفي هذه الحال يتمثل دور الوسيط في توفير البنية الأساسية التي تمكن المستثمر من الوصول إلى السوق. ويقوم السمسار عادة بالاحتفاظ بقاعدة معلومات عن كل عميل لديه (الاسم العنوان نوع الحساب كمية السلع المملوكة له، وغيرها) وعن كل سلعة يتعامل بها (الاسم وحدة التعامل عملة التعامل رمزها الدولي الجهات المسؤولة عن مقاصتها وتسويتها، خطوات المقاصة والتسوية وغيرها)، وعن الأسواق المنظمة التي يتعامل معها (الاسم، الموقع، نظام التداول ومعلومات عن شركات المقاصة والتسوية وإجراءات التسوية، كما يحتفظ بقاعدة بيانات لكل الصفقات التي يقوم بتنفيذها، كما قد يقوم الوسيط بتقديم خدمة الاستشارة المالية لمن يطلبها من العملاء.

5.3. المرحلة الخامسة: تنفيذ الأمر

يتم تهيئة الأمر للتنفيذ من قبل السوق المالي وفق قواعد التعامل التي تحكم تلك السوق سواءً أكان النظام يدوياً أم آلياً وشروط العميل كما هي محددة في الأمر، ويجب التأكيد على أن لكل سوق قواعده الخاصة التي تحكم آلية التعامل، مثل أنواع الأوامر المقبولة، وآلية التنفيذ (سوق نداء، أو سوق مستمرة)، وأولوية تنفيذ الأوامر (السعر، الوقت، الحجم) وأوقات التعامل، وحجم الحد الأدنى والأعلى للتغير في السعر، وهيكل العمولة، ويتم تنفيذ كامل كمية الأمر أو بعضها (ومن ثم حدوث صفقة) إذا تطابق سعر أمر الشراء مع سعر أمر البيع ويتم في حالة تنفيذ الصفقة الانتقال إلى المرحلة التالية، أما في حالة عدم تنفيذها فيشعر العميل بذلك، حتى يتمكن من اتخاذ القرار المناسب.

6.3. المرحلة السادسة: تسجيل معلومات الصفقة

يرسل السوق في حالة تنفيذ الصفقة تقريراً إلى الوسيط وشركة المقاصة يبين جميع معلومات الصفقة بما في ذلك معلومات الطرف المقابل، ويقوم الوسيط بترميز الصفقة أي يضع لها رقماً مميزاً، مع بيان معلوماتها، مثل وقت وطريقة ومكان تنفيذها وحجم الصفقة وقيمتها وعمولة تنفيذها، والطرف المقابل في الصفقة، ومراحل مقاصتها وتسويتها ويرسل الوسيط هذا التقرير عادة في شكل إلكتروني إلى العميل بهدف إبلاغه وتحديث حساباته وإلى شركة المقاصة بهدف التمهيد لإجراءات المقاصة والتسوية ويقوم الوسيط ببناء على المعلومات التي تصل من السوق بإرسال إشعار للعميل، يؤكد فيه تنفيذ الصفقة وبيان معلوماتها (نوعية السلعة الكمية سعر التنفيذ تكلفة الصفقة أجرة الوسيط، تاريخ التسوية) وتعتمد طبيعة الإشعار على طبيعة العميل، فالمستثمر الفرد يرسل الإشعار إلى عنوانه البريدي أو الإلكتروني، والمستثمر المؤسسي أو الدولي يتم إشعاره غالباً من خلال شبكة معلومات مالية معتمدة مثل نظام SWIFT

7.3. المرحلة السابعة المقارنة مع الطرف المقابل

يقوم الوسيط بمقارنة معلومات التنفيذ مع الوسيط الآخر الطرف المقابل في الصفقة مباشرة أو من خلال شركة مقاصة (وهو الأغلب)، للتأكد من صحتها ولا بد من حل أي مشكلة تنتج عن عدم تطابق معلومات الطرفين قبل الانتقال إلى مرحلة المقاصة والتسوية. وفي ظل التطور الحاصل في تقنية المعلومات والاتصالات تتم عمليات المقارنة هذه أنيا عند تنفيذ الصفقة، حيث يتم الاحتفاظ بمعلومات طرفي الصفقة وإرسالها مباشرة لشركة المقاصة، ويسمى هذا النوع المتزايد من الصفقات باسم الصفقات المربوطة Locked in trade ويراد بها الصفقات التي تتم مقارنتها لحظة تنفيذها إلكترونيا، وهما يلحظ أن التقدم في تقنية المعلومات والاتصالات يوشك أن يدمج المرحلتين السادسة والسابعة في مرحلة التنفيذ.

8.3. المرحلة الثامنة: المقاصة

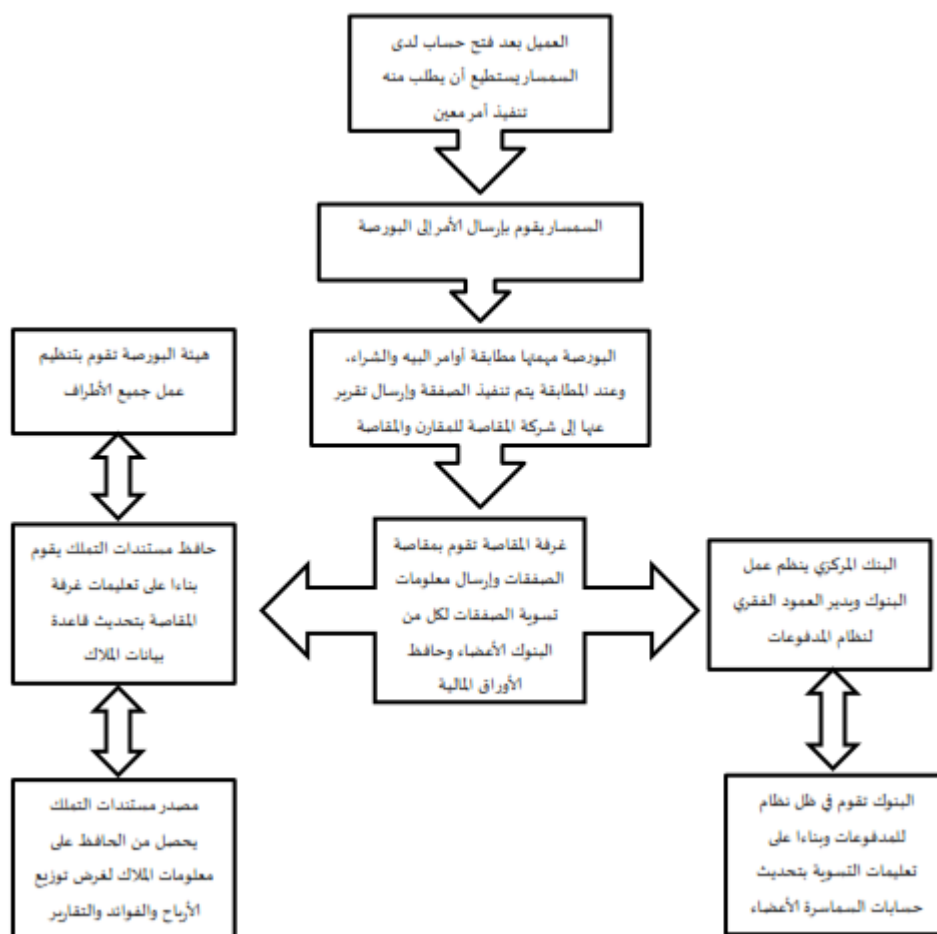
تتم بعد ذلك عملية المقاصة بواسطة بيت المقاصة والتي يعد أحيانا سمسار العميل أحد أعضائها، ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها. وشركة المقاصة في الغالب يتكون أعضاؤها من المؤسسات المالية المعنية، وفي مقدمتها شركات الوساطة، وتتمثل مهمتها الأساسية في مقارنة معلومات الصفقات التي يقدمها طرفا كل صفقة من أعضائها، ومن ثم تحديد صافي المديونية أو الدائنية لكل وسيط تمهيدا لتسويتها بتحويل النقود من المدينين للدائن ونقل ملكية السلع من البائع للمشتري، فمثلا تجد في سوق لندن للمعادن شركة LCH Cleanet هي المسؤولة عن دور المقاصة والتسوية في عمليات السوق، وتملك سوق لندن للمعادن منها نسبة 8,05% وبقية الأعضاء هم من شركات الوساطة المالية والبورصات الأخرى، ويتضح جليا أن الدور الرئيسي لبيت المقاصة. هو ضمان تنفيذ الصفقة بين الطرفين بحيث لا يدخل أي طرف من أطراف الصفقة إلا بعد أخذ الضمانات المالية الكافية لتحقيق إتمام عملية البيع والشراء بين الطرفين.

9.3. المرحلة التاسعة التسوية

يقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل السلعة إلى المشتري، في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع، وتبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة.

والشكل الموالي يوضح تسلسل المراحل السابقة، والأطراف الرئيسية المشتركة فيها:

مراحل تسوية الصفقات ودور المؤسسات المالية المختلفة



ثامنا: تطبيقات العقود الآجلة والخيارات

نتيجة الانفتاح الاقتصادي المتسارع وتحرر الأسواق العالمية والتطور التكنولوجي في الاتصالات والتوسع في عالم الاستثمار والتمويل وزيادة ظاهرة تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة. مما أدى إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية المعروفة، وذلك لتوزيع الخطر. كما سمح ذلك بتطور المشتقات المالية بشكل كبير وأصبح لدينا أسواق خاصة بهذه الأدوات لارتفاع حجم التعاملات ولسهولة انتقال رؤوس الأموال والتحوط من التأثيرات الخارجية.

وتعد المشتقات المالية أحد أهم ملامح التطور في الأسواق المالية، فقد بدأ التعامل بها في أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من أسواق المال في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية. ولا يقتصر استخدام المشتقات بغرض التحوط فحسب بل يمتد إلى المضاربة أو المجازفة من أجل تحقيق الأرباح والاستفادة من فروقات الأسعار دون أن يكون هناك نية التملك الحقيقي للأصول، الأمر الذي أدى إلى زيادة المضاربات الوهمية وأدى إلى إفلاس العديد من الشركات وحدثت العديد من الأزمات، وهذا راجع إلى سوء التعامل في هذه الأدوات.

1. العقود الآجلة¹

1.1. مفهوم العقود الآجلة

تعرف العقود الآجلة بأنها "عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ، لكن في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، كما يتفق الطرفان على الكمية، الجودة وطريقة وكيفية تسديد العقد مما يبين الطابع الشخصي لهذا النوع من العقود، حيث يحدد الطرفان شروط العقد بما يلائمهما.

ويعرف البعض العقد الآجل بأنه عقد بين طرفين يلتزمان بموجبة باستلام أو تسليم كمية من أصل معين بسعر معين في المستقبل ومكان محدد، وتستعمله البنوك والمستثمرين لتجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف، في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والالتزامات المستقبلية.

ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشمل أيضاً على مؤشرات السوق المالي.

وعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.

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

2.1. عناصر العقود الآجلة

يجب أن يشتمل العقد على:

- أطراف العقد (البائع والمشتري).
- تاريخ التعاقد.
- محل التعاقد (نوع الأصل محل العقد).
- تاريخ التسليم.
- الكمية.
- سعر التنفيذ أو سعر التسوية.
- مكان وطريقة التسليم.

3.1. خصائص العقود الآجلة

تتميز العقود الآجلة بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي:

- تتميز بالمرونة حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية وهذا يعني أن كل من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد ويمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة مثل تاريخ التسليم، مكان التسليم طريقة الدفع... إلخ
- لا تتمتع بالسيولة العالية حيث إذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له وبنفس الشروط المتفق عليها.
- تتضمن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بالانتمان أو مخاطر العجز وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد الأطراف أطراف العقد الوفاء بالتزامه.
- يتحقق الربح أو الخسارة في العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد، ولا توجد مدفوعات عند بدايته وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.
- فيه حماية للأموال ويكون ذلك بتسليم الأصل في المستقبل لكن بالأسعار الحالية مما يحمي الأطراف من مخاطر التقلبات السعرية.
- يتم فيها الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها PRISE RISK إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح OPEN OUTCRY عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة CLEARING HOUSES تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد.
- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشو العقد هامشاً معيناً يسمى MARGIN تتراوح قيمته عادة بين 5 - 15 % من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

- إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:
 - أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد.
 - أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة.
 - أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.
 - أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.
- وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعاً مثل المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطس وكذلك العملات والأوراق المالية.
- لضمان توفير سوق منتظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تنميط شروط التعاقد في خمسة أساسية هي:
 - وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على (5000) بوشل وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا.
 - شروط التسليم وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد فمثلاً في عقود أذونات الخزانة T. BILL يكون التسليم واجباً خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم.
 - هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً.
 - وتختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطيها العقد من أصل إلى آخر ففي السلع الزراعية عادة ما يغطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور.
 - حدود تقلب الأسعار حيث تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل: العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.
 - حدود المعاملات TRADING LIMIT أو المراكز POSITION LIMITS ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.
 - الهامش المبدئي يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، وحتى لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي INITIAL MARGIN يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5 - 15 % من قيمة العقد.

4.1. سوق العقود الآجلة

- سوق العقود الآجلة يعد من بين أكبر الأسواق المالية العالمية حيث يتم تداول السلع الفلاحية كالقمح والذرة والقهوة والأدوات المالية كالعملات وسندات الخزينة والمؤشرات المالية ومنتجات الطاقة كالنفط والغاز بالإضافة للمعادن، ونظرا لبنيته المختلفة يتميز هذا السوق على غيره من الأسواق في عدة خصائص مثل: السيولة، انخفاض العمولات، سهولة الشراء والبيع، انخفاض متطلب الهامش.
- بالنسبة للسيولة تعرف أسواق العقود الآجلة تداول أحجام هائلة بشكل يومي، نظرا لكثرة المشاركين في السوق من مختلف أرجاء العالم من متداولين ومستثمرين ومتحوظين من الأفراد والشركات المالية الكبرى.
 - تعتبر الرسوم على العقود الآجلة منخفضة مقارنة بالأدوات المالية الكبرى.
 - يمكن بسهولة الدخول في صفقات شراء نظرا للسيولة العالية التي تمتاز بها أسواق العقود الآجلة، كما يمكن أيضا الدخول في صفقات بيع على المكشوف للاستفادة من تراجع الأسعار بدون أي صعوبة، الأمر الذي قد لا يكون دائما، كما هو الحال في سوق الأسهم.
 - يتم التداول في أسواق العقود الآجلة في نظام الهامش ويكون متطلب هذا الأخير فيها منخفضا حيث لا يتجاوز 10% مقارنة بأسواق الأسهم التي يكون فيها غالبا متطلب الهامش دون 25%.
- مثلا: عندما يريد أحد المستثمرين شراء أو بيع عقد آجل فإنه يحتاج إلى وجود قدر ضئيل من المال في حسابه يوازي عشر قيمة العدد.

2. عقود الخيارات. (الاختيارات)¹

- استخدمت الخيارات منذ عقود طويلة لكنها لم تتصف بالتنوع والحجم الذي هي عليه الآن خاصة بعد السماح لجميع المتعاملين الاستفادة منها، وقد تم التعامل بها بالبورصة لأول مرة عام 1973.
- وتعتبر سوق السلع أساس نشأة عقود الخيار، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محدد. أما فيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل فيها تتمثل في الأسهم والسندات، العملات الأجنبية، وحتى مؤشرات الأسهم.

1.1. تعريف عقود الخيار

- يعرف عقد الخيار بأنه عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.

2.2. أركان عقود الخيارات

لعقد الخيار مجموعة من الأركان وهي:

- **مشتري الخيار:** هو الشخص الذي يقوم بشراء الخيار سواء كان خيار بيع أو شراء وله الحق في تنفيذه أو الامتناع عن ذلك.

¹ إبراهيم اونورة، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2011، ص: 3.

- محرر الخيار (البائع): هو الشخص الذي يقوم بتحرير الخيار لصالح المشتري نظير مكافأة يحصل عليها من المشتري تسمى ثمن الخيار.
- سعر التنفيذ (سعر الممارسة): هو سعر الأصل وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري في السوق القريب منه.
- السعر السوقي: هو سعر الأصل في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- تاريخ إبرام العقد: هو أول يوم لسريان الاتفاق.
- تاريخ التنفيذ: هو تاريخ انتهاء صلاحية العقد وهو آخر موعد لممارسة خيار البيع أو الشراء أي أن حامل العقد إذا لم يتم بالتنفيذ في هذا التاريخ فإن العقد يصبح غير قابل للتنفيذ أو التداول فيما بعد.
- المكافأة (العلاوة): هي السعر المدفوع بواسطة المشتري للحصول على حق الخيار وتسمى أيضا سعر الخيار وعليه فإن المكافأة تعني (التضحية) التي يجب على مشتري الخيار تقديمها إذن هي غير قابلة للاستيراد وهي عبارة عن تعويض عن المخاطر التي قد يتعرض لها البائع.

3.2. أنواع عقود الخيارات

تنقسم عقود الخيار إلى نوعين هما:

1.3.2. خيار البيع

يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها.

فمن يتوقع انخفاض في الأصل الذي يملكه سيحاول الحصول على خيار بيع يمكنه من بيع السهم أو الأصل خلال فترة مستقبلية محددة وهنا يكون خيار بالبيع وليس التزام. ويكون عقد خيار بيع إذا ما أعطي الحق للمشتري في أن يبيع ما يرغب للبائع خيار أصول معينة حتى الاتفاق يصبح محرر خيار البيع ملزما بأن يشتري من مشتري خيار البيع وفقا لشروط العقد وفي حالة رغبة مشتري الخيار في تنفيذ العقد. كما يمكن لمشتري الخيار بيعه لشخص آخر إذا لم يعد يرغب في تنفيذه.

ولتوضيح فكرة هذا النوع من الخيارات، نفترض أن مستثمرا ما اشترى عددا من الأسهم بسعر 600 دج للسهم الواحد، وتشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع هذه الأسهم بعد ثلاثة أشهر، كما تشير كذلك إلى احتمال انخفاض سعر هذا السهم في تلك الفترة. وحتى يتجنب المخاطر التي قد تنجم عن ذلك، فإنه يقوم بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لشراء تلك الأسهم بعد ثلاثة أشهر وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام العقد والذي قد يكون مساويا للسعر الذي اشترى به المستثمر تلك الأسهم أي 600 دج للسهم. ووفقا لنصوص الاتفاق يتوجب على المستثمر دفع مكافأة للطرف الآخر وليكن قدرها 40 دج للسهم مقابل منحه الحق في التراجع عن تنفيذ العقد إذا أراد ذلك.

فإذا تحققت التنبؤات وانخفض سعر السهم في تلك الفترة ليصل إلى 530 دج للسهم الواحد أو إلى أقل من ذلك. في هذه الحالة سيطلب المستثمر (مشتري الخيار) من الطرف الآخر (محرر الخيار) تنفيذ العقد وستنحصر خسائره في قيمة المكافأة. أما إذا ارتفع السعر في تلك الفترة عن السعر المتفق عليه (600 دج) حيث بلغ سعر السهم مثلا إلى 650 دج هنا سوف يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ العقد، أي عدم بيع الأسهم لمحرر الخيار، ذلك أنه سيفضل بيعها في السوق بسعر 650 دج، وسيحقق صافي ربح بعد خصم قيمة المكافأة.

2.3.2. خيار الشراء

خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها، أو أن يمتنع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق.

إن خيار الشراء يلزم محرر الخيار ببيع الأصل وفقا للشروط التي يتضمنها العقد إذا رغب المشتري بتنفيذ العقد. والدافع للتعاقد هو توقعات المضاربة للحصول على ربح خلال فترة العقد وللمشتري خيار وحرية مطلقة بالامتناع عن التنفيذ.

ولتوضيح فكرة هذا النوع من الخيارات، نفترض أن مستثمرا يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق وليكن بعد ثلاثة أشهر، غير أنه يتوقع ارتفاع سعر السهم في تلك الفترة وذلك مقارنة بالسعر الجاري، وحتى يتجنب المستثمر المخاطر التي قد تنجم عن هذا الارتفاع فإنه يقوم بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها وبالسعر الجاري (600 دج) للسهم مقابل مكافأة يدفعها المستثمر (مشتري الاختيار) للطرف الثاني (محرر الاختيار) قيمتها 40 دج للسهم. فإذا صدقت التوقعات وارتفعت القيمة السوقية للسهم في تلك الفترة إلى 660 دج، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي أن يبيعه محرر الاختيار الأسهم المتفق عليها بسعر 600 دج للسهم، وحيث أنه قد سبق للمستثمر دفع 40 دج عن كل سهم (المكافأة) للمحرر فإنه يكون قد حقق ربحا قدره 20 دج عن كل سهم.

أما إذا لم تصدق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 530 دج للسهم، فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق، وحينئذ سوف تنحصر خسائره في قيمة المكافأة المدفوعة.

وهكذا يحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر، فخسائره محددة بمقدار المكافأة، أما أرباحه فلا حدود لها، إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم في وقت التنفيذ.

3. المقارنة بين عقود الخيارات والعقود الآجلة

1.3. من حيث الماهية

عقود الخيار هي عقود اختيارية بالنسبة لمشتري عقد الخيار أي يكون للمشتري الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزم لمحرره وهي عقود نمطية ولا تتم فيها التسوية السعرية على أساس يومي. بينما العقود الآجلة هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق مع ظروفهما والشخصية أي أنها عقود تحدد شروطها وفق اتفاق وتراضي الطرفين (البائع والمشتري).

2.3. من حيث درجة الالتزام

عقود الخيارات لها سوق ثانوي. بينما العقود الآجلة ليس لها سوق ثانوي الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد لا يستطيع أي من الطرفين إلغائه دون خسائر وبالتالي فهي تنطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغيير في سعر الأصل على التعاقد في المستقبل.

3.3. من حيث مدى التعرض للخسائر

في عقود الخيار تقتصر خسائر المشتري على قيمة العلاوة المدفوعة فقط ولا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد حتى في حالة تنفيذ المشتري لعقد الخيار. وتكون خسارة المحرر في حالة نفذ المشتري العقد. بينما في العقود الآجلة تتحدد الخسائر للطرفين المتعاقدين وفقا لتحركات أسعار الأصول محل التعاقد في السوق الحالي وأن الهامش يحدد مرة واحدة يوم توقيع العقد.

4. تطبيقات العقود الآجلة والخيارات في التسعير

1.4. تطبيقات العقود الآجلة والخيارات لغرض التغطية

يقصد بالتغطية (الاحتياط) هنا، إبرام عقود بيع أو شراء بتواريخ تنفيذ مستقبلية بأسعار محددة، وذلك بغرض الحد من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في المستقبل على أسعار السلع. وتتمثل أهم صور التغطية في النقاط الموالية:

1.1.4. التغطية بمركز طويل: فإذا كان هناك مستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلا، فيمكنه أخذ مركز طويل، بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، وهو ما يطلق عليه التغطية الطويلة.

ولتوضيح هذا النوع من التغطية، نفترض أن شركة منتجة لدقيق القمح أبرمت اتفاقا مع محلات لتبيعها كميات من الدقيق شهريا، على أساس التسليم بأسعار معينة، فإذا انتظرت هذه الشركة لتقوم بشراء احتياجاتها من القمح من السوق الحاضر (الفوري) في التواريخ المحددة، فقد تفاجئ بأن سعر القمح ارتفع ارتفاعا كبيرا في شهر ما، مما قد يعرضها لخسائر قد تنتهي بها إلى الإفلاس، فالأسعار المتفق عليها لبيع الدقيق قد لا تكفي لتغطية شراء القمح.

ولمواجهة هذه المخاطر، فقد تقوم الشركة بشراء عقود للقمح بأسعار محددة، وبتواريخ تسليم تناسب توقيت الحاجة إليه، وعلى أساسها يمكنها إبرام عقود بيع الدقيق وذلك بأسعار تضمن لها تحقيق عائد مناسب.

فإذا ارتفعت أسعار القمح في السوق الحاضر في تاريخ التسليم فإن الشركة لن تخسر شيئا، ذلك أن الخسائر الناتجة عن ارتفاع السعر في السوق الحاضر، تعوضها المكاسب الناتجة عن ارتفاع سعر العقد المستقبلي، فمخاطر تغير الأسعار سوف يتحملها الطرف الآخر في العقد أي البائع.

فإذا افترضنا أن الشركة قد تعاقدت على شراء عقدي تسليم نوفمبر (يتضمن العقد 5000 بوشل) بسعر 350 دينار جزائري للبوشل. وفي تاريخ التسليم ارتفع السعر في السوق الحاضر إلى 370 دج للبوشل، هنا ستقوم الشركة بشراء احتياجاتها من القمح من السوق الحاضر بالسعر الجاري (370 دج)، وتقوم في نفس الوقت بتسوية مركزها على العقد المستقبلي تسوية نقدية، تحصل بموجبه من بيت التسوية على 20 دج لكل بوشل، و بهذا يكون السعر الصافي لشراء البوشل هو السعر المنصوص عليه في العقد أي 350 دج للبوشل، بقيمة صافية قدرها 3500000 دج (10 آلاف * 350 دج للبوشل) وهكذا فإن الشركة لن تتأثر بالارتفاع الحاصل في سعر القمح في تاريخ التسليم، ذلك أن الخسائر الناتجة عن هذا الارتفاع تم تعويضها من خلال حصيلة التسوية النقدية للعقد المستقبلي مع بيت التسوية.

إن كل ما سبق ذكره، يوضح النتائج المترتبة في حال ارتفاع الأسعار، أما إذا انخفض السعر وليكن 340 دج للبوشل، هنا ستقوم الشركة بشراء القمح من السوق الحاضر بسعر يقل عن السعر المنصوص عليه في العقد، الأمر الذي يترتب عنه تحقيق مكاسب في السوق الحاضر، غير أن الشركة ستخسر من تسوية مركزها في سوق العقود المستقبلية مبلغا يساوي 100000 دج، و بما أن الشراء من السوق الحاضر بقيمة كلية تساوي 3400000 دج، فإن صافي التدفق النقدي الخارج يساوي 3500000 دج، أي أن القيمة الصافية المدفوعة لشراء القمح تساوي قيمة الصفقة وفقا للعقد الذي تم إبرامه.

وبناء على ما سبق، يمكننا القول أن التغطية بمركز طويل تحقق للشركة الحماية من ارتفاع الأسعار أو تصيها ببعض الأضرار إذا ما انخفضت الأسعار وهو ما يعرف بتكلفة التغطية (أي تكلفة تأمين مركز الشركة ضد مخاطر ارتفاع الأسعار).

2.1.4. التغطية بمركز قصير: يقصد بالتغطية بمركز قصير، أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه، ولتوضيح هذا النوع من التغطية نورد المثال التالي:

اشترى أحد المستثمرين في شهر ماي 1000 أوقية من الفضة من السوق الحاضر بسعر 7000 دج للأوقية، وخشية انخفاض الأسعار قام ببيع عقد مستقبلي (يتضمن العقد 1000 أوقية) تسليم شهر نوفمبر بسعر 7400 دج للأوقية. وبافتراض أن سعر الأوقية في السوق الحاضر في تاريخ التسليم قد انخفض إلى 6800 دج. هنا يمكن القول أن المستثمر كان سيضطر لبيع صفقة الفضة بقيمة 6800000 دج أي بخسائر تساوي 200000 دج. وذلك إذا لم يحم بالتغطية. أما في ظل التغطية فقد باع صفقة الفضة بالسعر الجاري في السوق الحاضر بمبلغ 6800000 دج، غير أنه حقق عائدا من التعامل في سوق العقود المستقبلية قدره 600000 دج، ليصبح إجمالي التدفق النقدي الداخل 7400000 دج، وهو نفسه السعر المنصوص عليه في العقد المستقبلي.

كل هذا في حال انخفاض الأسعار، أما إذا ارتفع سعر الأوقية في تاريخ التسليم وأصبح مساويا لـ 7800 دج للأوقية. هنا يكون المستثمر قد تعرض للخسائر نتيجة التغطية، فلو لم يتبع استراتيجية التغطية لكانت عوائد بيع الصفقة في السوق الحاضر 7800000 دج، ونتيجة لإتباع استراتيجية التغطية فقد كانت العوائد 7400000 دج، أي أنه خسر 400000 دج في سوق العقود المستقبلية.

ومنه يمكن القول أن هذا النوع من التغطية يحقق للشركة الحماية ضد انخفاض الأسعار ويصفيها بالضرر عند ارتفاع الأسعار.

3.1.4. التغطية القابلة للتجديد: تبدو أهمية استراتيجية تجديد التغطية، عندما تكون الفترة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية النشطة.

حينئذ تقتضي التغطية إبرام عقود مستقبلية بتواريخ استحقاق قصيرة، على أن تتم تسويتها قبيل تواريخ التسليم، ثم إحلالها بعقود مستقبلية أخرى تمتد لتواريخ لاحقة، إلى أن يتم بلوغ نهاية الفترة المخططة لامتلاك الأصل. هذا النوع من التغطية لا بد وأن يدخل في نطاق التغطية بأخذ مراكز قصيرة على الأصل.

4.1.4. التغطية المتقاطعة (التغطية بأصل مختلف): يمكن أن نطلق على التغطية المتقاطعة بالتغطية غير المباشرة، تميزا لها عن التغطية المباشرة. فالتغطية المباشرة تكون من خلال عقد مستقبلي على أصل يماثل الأصل محل التغطية. مثال ذلك العقد المستقبلي على الذرة أو القمح، الذي غالبا ما يكون الأصل المبرم عليه العقد، هو ذاته الأصل المملوك أو الأصل المراد شراؤه أو بيعه. أما التغطية المتقاطعة، فهي تغطية من خلال عقد مستقبلي على أصل يختلف عن الأصل المملوك أو الأصل المراد شراؤه أو بيعه. فمدير محفظة للأوراق المالية الذي يرغب في تغطية مركزه على سندات إحدى الشركات، لن يجد سبيلا أمامه سوى التغطية باستخدام عقد مستقبلي على سندات حكومية، طالما لا توجد عقود مستقبلية على سندات الشركات

2.4. تطبيقات العقود الآجلة والخيارات لغرض المضاربة

إن الدافع من تعاملات المضاربين في أسواق العقود المستقبلية هو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح، فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم ما، ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود أي يأخذون مركزا طويلا عليها. أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن أسعارا لعقود المستقبلية في تاريخ التسليم، سوف تكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في ذات التاريخ، فسوف يأخذون مركزا قصيرا، أي يبيعون عقودا مستقبلية، هذا ويمثل المضاربون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق العقود المستقبلية.

وفيما يلي سوف نستعرض بإيجاز أهم أنواع المضاربين في العقود المستقبلية بالأسواق المالية:

- **مضاربو الأرباح الصغيرة:** وهم المضاربون الذين يشترون ويبيعون في أوقات قصيرة جدا بهدف الاستفادة من تذبذبات الأسعار في السوق، فالمضارب يشتري عقد مستقبلي وبعد لحظات قد يبيع عقد مستقبلي آخر.
- **المضاربون اليوميون:** هؤلاء المضاربون بعيدو النظر مقارنة بمضاربي الأرباح الصغيرة، حيث يحتفظون بالعقود لفترة أطول، لكن هذه الفترة لا تتعدى عادة يوما واحدا.
- **مضاربو المراكز:** هؤلاء المضاربون يحتفظون بمراكز قد تستمر لعدة أيام أو أسابيع أو ربما أكثر من ذلك. وهناك عدة أصناف من هذا النوع من المضاربين فمنهم من يبيع أو يشتري عقودا مستقبلية تستحق كلها في يوم واحد، حيث يكون مستوى المخاطرة عالي جدا، ومنهم من يقوم بتوزيع المخاطرة بين عدة تواريخ استحقاق أو بين عدة أنواع من السلع أو الأوراق المالية

وقد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزينة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، وعندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة. فإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلا أن يقوم بشراء عقد أجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة. كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية. فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر، وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملة المحلية.

تاسعا: تسعير العقود الآجلة للبضائع والمضاربة في أسواق البضائع

1. تسعير العقود الآجلة للبضائع

العقد الأجل 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.

ولفهم كيفية تسعير العقود الآجلة للبضائع نتطرق للمثال الموالي

1.1. مثال 1: في أكتوبر 2023 اتفق طرفين البائع والمشتري على تسليم 100 طن من الفولاذ مقابل 750.000 دج للطن في جانفي 2024، حيث ان السعر الحالي للفولاذ هو 700.000 دج للطن. وبهذا يكون المشتري قد ثبت السعر عند مستوى 750.000 دج للطن الذي لا يحمله أي خسارة. ما هو الربح والخسارة بالنسبة للطرفين في كل حالة.

الحالة الأولى: إذا ارتفع السعر السوقي الى 800.000 دج للطن،

الحالة الثانية: إذا انخفض السعر السوقي الى 690.000 دج للطن.

بالنسبة للحالة الأولى أين ارتفع السعر السوقي الى 800.000 دج للطن، في هذه الحالة إذا تم تنفيذ العقد، المشتري يحقق ربح قدره $800.000 - 750.000 = 50.000$ دج للطن وبإجمالي ربح قدره $50.000 * 100 = 5.000.000$ دج. أما البائع يتكبد خسارة قدرها $750.000 - 800.000 = -50.000$ دج للطن وبإجمالي خسارة قدرها $50.000 * 100 = 5.000.000$ دج

وفي الحالة الثانية أين ينخفض السعر السوقي إلى 690.000 دج للطن في هذه الحالة إذا تم تنفيذ العقد، فالمشتري يتكبد خسارة قدرها $690.000 - 750.000 = -60.000$ دج للطن وبإجمالي خسارة قدرها $60.000 * 100 = 6.000.000$ دج. والبائع يحقق ربح قدره $750.000 - 690.000 = 60.000$ دج للطن وبإجمالي ربح قدره $60.000 * 100 = 6.000.000$ دج

تنشأ المشكلة إذا تخلف أحد الأطراف في الأداء، حيث أنه قد لا يقبل المتداول البيع إذا ارتفعت أسعار الفولاذ بشكل كبير، مثل على سبيل المثال 850.000 دج للطن في جانفي 2024، وفي هذه الحالة، قد لا يكون قادراً على البيع بسعر 750.000 دج للطن. من ناحية أخرى إذا أفلس المشتري أو إذا انخفض سعر الفولاذ في جانفي 2024 إلى 650.000 دج للطن، فهناك حافز للتخلف عن السداد، وكل هذه الحالات تحفز كل من البائع والمشتري في عدم تنفيذ العقد. ليكن مثلاً سعر الفولاذ في السوق الفورية 850.000 دج للطن، وفي السوق الآجل مختلف تماماً، لماذا هذا الاختلاف؟

يعود الاختلاف إلى عدة عوامل، والعامل الأساسي هو تكلفة التخزين من اليوم حتى تاريخ العقد الآجل حيث أنه يتضمن تكاليف التخزين والتأمين، بالإضافة إلى 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 الأجل
 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

2.1. مثال 2: ليكن السعر الفوري للفلاد هو 850.000 دج للطن، إذا علمت ان تكلفة التخزين هي 400 دج للوحدة وأن معدل العائد الخالي من الخطر هي 10%، ما هو سعر عقد أجل 3 أشهر.

لنفرض أنه ليس هناك تكلفة التخزين عندها يكون سعر العقد الأجل هو 871.518 دج للطن

$$F_0 = 850.000 \times e^{(0.1 \times 3/12)}$$

$$U = 400 e^{(0.1 \times 3/12)} = 410 \quad \text{أما إذا كان هناك تكاليف التخزين:}$$

$$F_0 = (850.000 + 410) \times e^{(0.1 \times 3/12)} = 871.938 \quad \text{ومنه سعر العقد لأجل هو:}$$

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

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

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

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

2. 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.

1.1. مفهوم المضاربة

وتعرف المضاربة على أنها بيع أو شراء صوريان لا بغرض الاستثمار والتملك، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية أو السلع في الأجل القصير جدا، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمضارب هو الاستفادة من فروقات الأسعار.

ويفترض 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 أجل 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.¹

وينخرط المضاربون في معاملات مالية محفوفة بالمخاطر في محاولة للاستفادة من التقلبات قصيرة المدى في القيمة السوقية للأدوات المالية، وذلك بدل الاستفادة من مكاسب أخرى لهذا الأصل مثل الأرباح والتوزيعات النقدية لحملة الأسهم أو الربح الناتج عن نسبة الفائدة. ولا يولي الكثير من المضاربين اهتماما كبيرا بالقيمة الأساسية للأوراق المالية، بل همهم الأكبر هو. ملاحقة التحركات السريعة لأسعارها اليومية، وبمقدورهم من حيث المبدأ التداول في أي سلع تجارية أو أداة مالية، ولكنهم يركزون أساسا على أسواق الأسهم (البورصات)، والسندات والعقود الآجلة للسلع الأولية والعمليات والتحف الفنية والعقارات والمشتقات المالية.

ويصعب التعامل في أكثر من خمس موجودات في سوق العقود المستقبلية، بخاصة إذا كانت تلك الموجودات ذات طبيعة مختلفة، أو أن الطلب والعرض لكل موجود محكوم بمتغيرات تختلف عن بقية الموجودات المتعاقد عليها، بعبارة أخرى ينبغي أن يراعى طبيعة السلعة، إذ من الأفضل التركيز على السلع التي تنتمي لمجموعة واحدة مثل القمح والذرة مثلا، أو على سلع تنتمي لمجموعات مختلفة غيران بينها ارتباطا كبيرا مثل الذرة والماشية. وبعد تحديد مجموعة السلع التي سيتعامل فيها المضارب، يقوم بإجراء التحليل اللازم للتنبؤ بسعر السلعة في المستقبل، وفي هذا الصدد يوجد نوعان من التحليل: التحليل الأساسي، والتحليل الفني.

- التحليل الأساسي Fundamental Analysis: يقوم على تحليل العوامل المؤثرة على العرض والطلب، ويتأثر العرض بالمساحة المزروعة، ومدى ملائمة المناخ خلال فترة نمو المحصول والمخزون المتبقي من العام الماضي، وإمكانية الاستيراد. أما الطلب فقد يتأثر بالنمو السكاني والنمو الحيواني، كما قد يتأثر بإمكانية التصدير.

- التحليل الفني Technical Analysis: يعتمد على دراسة حركة الأسعار في الماضي ليكون الأساس الذي يعتمد عليه بالتنبؤ بالأسعار في المستقبل.

1 Yves Simon, *Bourses de commerce et marchés à terme de marchandise*, 2^{ème} édition, Dalloz Gestion, Paris, 1981, P: 33.

فالمضاربة يقوم بها أشخاص محترفون يرغبون في الكسب من جراء صحة توقعاتهم في المدى القصير جدا، حيث ينخفض معدل الارتباط بين سعري السهم السوقي والحقيقي، وكثيرا ما يلجؤون إلى عمليات صورية وحيل وتلاعب كما لا تخلو هذه العمليات من القمار المبني على التخمين، وعليه تشير المضاربة إلى:

- أنها عملية بيع وشراء.
 - المقصود منها جني الأرباح.
 - السلعة غير مقصودة لذاتها.
 - قد تكون فيها مخاطر عالية.
 - المدة الزمنية قصيرة جدا.
 - أنها تكون (عملية المضاربة) مبنية على معلومات ودراسات وليست بمجرد تخمين وتوقع، وأطلق بعضهم في التعريف فلم يقيدوها بالعلم والدراسة وإنما أرجعها إلى التخمين والتوقع.
- ويمكن تلخيص خصائص المضاربة فيما يأتي:

- سرعة حركة التداول: بمعنى استمرارية الشراء والبيع على نفس الأسهم وبمعدل دوران كبير في وقت قصير حتى يحصل المضاربون في كل دورة على ربح مما يعظم منافعهم، ويعطي للسوق سيولة أكثر. وهذا الأمر وإن كان يسهم في تنشيط العمل بالبورصة، إلا أنه في الوقت ذاته. يؤدي إلى التأثير غير السليم على أسعار السلع، لأنه يجعل أسعارها تتذبذب في وقت قصير، في حين أن العوامل الحقيقية التي تؤثر سعر هذه السلعة لم تتغير.
- قيام المضاربة على المخاطرة والتي تعني عدم التيقن، وقد تزيد هذه المخاطر إلى درجة المراهنة أو المقامرة، وتكون نتيجة التعامل فيها مجهولة العاقبة.
- تقلب الأسعار باستمرار: وهذا حتى تكون هناك فروق أسعار يحصل عليها المضاربون كريح، وبالطبع فإن هذا التقلب لا يتأتى بالسرعة المطلوبة للمضاربين، وبالتالي فإنهم يعتمدون إلى التأثير على الأسعار لتزيد بنقص العرض، ولتقل (بنقص) الطلب ولو بشكل صوري، وبالتالي الممارسات غير الأخلاقية، من استغلال ثقة المتعاملين والاحتكار وغير ذلك.
- التعامل بكميات كبيرة: حيث تسمح بالحصول على ربح كبير والتحكم في الأسعار لصالح (المضاربين)، وبذلك يسعى المضاربون إلى الاحتكار والتواطؤ بين كبار المتعاملين منهم ليعمل السوق لصالحهم، وهذا أمر ضار ومما يؤكد ذلك لجوء المضاربين إلى أساليب البيع القصير، والشراء بالهامش والخيارات والمستقبليات، بهدف توظيف أموال تزيد كثيرا عن مواردهم، ويهدف تعظيم الكميات التي يتعاملون بها لتعظيم عوائدهم.

2.2. المصطلحات ذات الصلة بالمضاربة

هناك بعض المصطلحات الاقتصادية التي تتداخل في المفهوم مع المضاربة نوضحها فيما يلي:

1.2.2. المضاربة والمخاطرة: يستعمل مصطلح المخاطرة في الميدان الاقتصادي للدلالة على الحدث غير المتوقع الذي يحل بالخطأ المرسومة تتفق كل من المضاربة والمخاطرة في أنهما تعتمدان على التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار وتحقيق الربح نتيجة لذلك التنبؤ، ولهذا ذهب البعض إلى القول بأنهما متطابقان، إلا أن المخاطرة أعم من المضاربة فهي توجد في كل الأنشطة التجارية، حيث أن كل معاملة تجارية تتضمن بالضرورة عنصر عدم التيقن حول ما سيحدث في المستقبل، فهذه مخاطرة يتضمنها العمل التجاري. وأما المضاربة فتعتمد على تغير سعر السوق، فالمساهم في شركة ما يتحمل مخاطر امكانية تحقيق الشركة لخسائر، وهذه المخاطر تختلف اختلافا واضحا عن تلك المخاطر التي يتحملها المضارب نتيجة تغير الأسعار في البورصة.

هناك علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع، فكلما كانت درجة المخاطرة كبيرة كان العائد أو الخسارة أكبر، ودرجة المخاطرة في المضاربة أكبر من الأنشطة التجارية الأخرى، لأن التاجر يحاول أن يقلل من احتمال الخسارة الفادحة بتقبل عائد متوقع أقل نسبياً، لذلك تكون نتيجة المخاطرة ذات مردود إيجابي أكثر مما في المضاربة وبالتالي نخلص إلى القول بأن المضاربة درجة من درجات المخاطرة التي تقترب أحياناً إلى درجة المقامرة

2.2.2. المضاربة والمقامرة: تعرف المقامرة بأنها البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة. ومن هنا جاء انطباع الناس بأن البورصات هي مجرد نوادي للقمار تجمع فيه الثروات الخيالية في غمضة عين كما أن خسائر كبيرة يمكن أن تحل بالمعاملين في لحظات. إن عنصر المخاطرة يوجد في المقامرة والمضاربة وكل نشاط تجاري، ولكن في القمار العقود فيه محلها المخاطرة فقط، ولا يتضمن عقد القمار معاملة مفيدة، لأن المقامر يدفع لشراء فرصة للفوز بمبلغ أكبر. وأما المضاربة فإنها تتضمن المخاطرة، ولكن لا تعتمد على المخاطرة فقط، بل إن الاحتمالات محسوبة بدقة ولا تعتمد على الصدفة فقط.

وبالتالي فإن المضاربة مبنية على معلومات دقيقة تعطي تصوراً صحيحاً عن أسعار السلع، بحيث يكون التداول فيها مبنياً على حسابات دقيقة، وتكون الأسعار الناتجة عن ذلك مبررة من الناحية الاقتصادية أما الإقدام على التداول دون أن يكون ذلك مبنياً على مثل هذه المعلومات، بل يكون الباعث على ذلك الحذر أو التخمين المجرد فإن ذلك يكون، مقامرة، حيث أن المقامر لا يبني تعامله على دراسة بل يقدم على التعامل مع الخطر الكبير والغرر البين، اعتماداً على الحظ فقط.

3.2.2. المضاربة والاستثمار: من الممكن التمييز بين المضاربة والاستثمار باعتبار أن المستثمر يمتلك الأصول سواء كانت مالية أو سلعية توقعاً لارتفاع العائد المتولد عنها، أو توقعاً لارتفاع قيمة هذا الأصل الاستثماري في الأجل الطويل. بينما يقوم المضارب ببيع وشراء هذه الأصول للإفادة من التغيرات في أسعارها. ويفرق الاقتصادي كينز بين المضاربة والاستثمار فيقول: «المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق، وأما الاستثمار فهو التنبؤ بالغلات المتوقعة للأصول المالية طوال فترة بقائها وعموماً يمكن التمييز بين المضاربة والاستثمار من خلال الاعتبارات التالية: العوائد المتوقعة، المخاطر المحتملة مدة التوظيف ونوع التعامل مبينة في الجدول التالي:

جدول يوضح أوجه الاختلاف بين المضاربة والاستثمار

الاعتبارات	المضاربة	الاستثمار
العوائد المتوقعة	غير منتظمة ومتذبذبة ارتفاعاً وانخفاضاً، لأن المضارب يهتم بتحقيق الربح عن تحركات السعر السوقي للسلعة.	تمتار بالانتظام والثبات النسبي، تكون أقل من عوائد المضاربة عادة وكذلك أقل خسائر.
المخاطر المحتملة	درجة المخاطرة فيها مرتفعة، فبالخسائر التي يتعرض لها المضارب كبيرة، قد تخرجه من السوق وتعرضه للإفلاس.	درجة المخاطرة أقل، فبالخسائر التي يتعرض لها المستثمر غالباً ما تكون طفيفة يمكن تغطيتها.
أجل التوظيف	أجل التوظيف تأخذ فترة قصيرة لأن المضارب يحاول الاستفادة من تذبذبات الأسعار.	أجل التوظيف تأخذ فترة طويلة.
نوع التعامل	السوق الآجلة هي ميدان المضارب لأنه يريد الربح الكبير والسريع.	السوق الفورية هي ميدان المستثمر غالباً.

من خلال عرض معنى المقامرة والمضاربة والاستثمار يتبين أنه يوجد في سوق الأوراق المالية كلاً من المستثمر والمضارب والمقامر ولكل منهم خصائصه، نوضحها فيما يلي:

المستثمر: يهتم بالاستثمار طويل الأجل ومتوسط الأجل وتبقى السلع في حيازته لمدة طويلة، ويهتم أكثر بتحقيق الأرباح من خلال دراسته للعوامل الحقيقية المؤثرة على استثماراته.

المضارب: يهتم أساساً بالعائد الفجائي والسريع الذي يتحقق من ارتفاع أسعار السلع في الأجل القصير ولا يحتفظ بهذه السلع إلا لفترة قصيرة ويرصد ويتابع عوامل بيع وشراء هذه السلعة ولا يهتم بنوعها ولكن يهتم بالمكسب الرأسمالي المتحقق منها في الأجل القصير،

المقامر: يهتم بتحقيق مكاسب فورية كبيرة بشكل طفرات ولديه استعداد لتحمل مخاطرة عالية جداً بشكل كامل، يتعامل في السوق بشكل فوري بل إنه يبيع ويشترى ذات السلعة في ذات اليوم، ويعمل بشكل عشوائي دون خطة ولكن وفقاً لاتجاهات الأسعار وبشكل فوري.

3.2. أنواع المضاربة

يوجد في البورصة نوعان من المضاربة هما:¹

1.3.2. مضاربة على الصعود: وهي تصرف المضارب الذي يقوم بشراء سلع أساسية ثم بيعها ثانية بسعر أفضل، وعند التصفية يقبض الفارق دون تبادل للسلعة.

فعندما يتنبأ المضارب بارتفاع الأسعار يقوم بالشراء الأجل، وعندما يرتفع السعر حسب توقعه فإنه يقوم بالبيع، ويتمثل ربحه في الفرق بين السعر الذي اشترى به والسعر الأعلى الذي باع به بعد خصم المصاريف وعمولة السمسار.

وهذه الطريقة مطبقة في المضاربة على عقود السلع، أما المضاربة على صعود الأوراق المالية فغالبًا ما يعتمد المضاربون إلى الخيارات حيث يشتري المضارب حق شراء الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها، وحينما يصدق توقعه يستخدم حقه في شراء الأسهم لبيعها بالسعر الأعلى سعر السوق) أو قد يقبل استلام الفرق دون استلام الأوراق المالية.

2.3.2. مضاربة على النزول: وهي تصرف المضارب الذي يقوم ببيع سلع لأجل على المكشوف، متوقعًا هبوط الأسعار. فعندما يتوقع المضارب أن السعر سينخفض، يقوم بالبيع لأجل على المكشوف (أي يبيع ما ليس عنده وحينما يصدق توقعه وينخفض السعر، يقوم بشراء ما سبق له أن باعه، ويتمثل ربحه في الفرق بين السعر الأعلى الذي باع به والسعر الذي اشترى به مطروحًا منه المصاريف وعمولة السمسار، ويجري العمل بهذا الأسلوب على نطاق واسع في بورصات العقود.

يتضح مما سبق أن المضارب في سوق الأوراق المالية يباشر عملياته على أساس تقديراته لاتجاهات السوق، ويأخذ في الاعتبار العوامل المختلفة التي يمكن أن تسيطر على الأسعار وتؤثر فيها، فإذا بدا له أن من شأن هذه العوامل أن تؤدي إلى زيادة تلك الأسعار، فإنه يتخذ قراره بالإقدام على الشراء بقصد إعادة البيع عندما يتحقق الارتفاع المنشود، أما إذا تراءى له أن العوامل المشار إليها من شأنها أن تؤدي إلى حدوث انخفاض في الأسعار، فإنه يبيع الأوراق المالية على أن يعيد شراءها بأسعار أقل.

وهكذا تكون عمليات المضارب رهنا على تقديراته وتوقعاته، فإذا صح ذلك فإنه يحصل على الأرباح، سواء كانت المضاربة على النزول أم على الصعود، وأما إذا حدث عكس ذلك فإن المضارب يخسر في عملياته، ولكنه لا يكون مطالبًا بدفع ثمن ما يشتريه من سلع أو تسلمها، أو بتسليم ما يبيع من سلع وقبض ثمنها، ما دام أنه يستطيع أن يصفى مركزه قبل حلول مواعيد الاستحقاق، حيث لا يكون عليه إلا أن يقبض أو يدفع فرق الأسعار، وهو مقدار ربحه أو خسارته، وفي هذه الحالة يلجأ المضارب عادة إلى عملية التغطية.

1 بلال شبيخي، أثر أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية، مجلة صادرة عن مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد: 08-2010، ص: 12.

عاشرا: البيع على المكشوف في أسواق العقود الآجلة

يوجد في الاصطلاح الاقتصادي لفظ البيع القصير والبيع الطويل، وليس المقصود من الطويل أو القصير المدة الزمنية وإنما يتعلق بالهدف من البيع.

فالباع الطويل هو بيع سلع بعد التملك الفعلي لها، حيث يتوقع العميل في هذه الحالة ارتفاع سعر السلعة مستقبلا فيقوم بشرائها بسعر منخفض على أمل أن يبيعها بسعر أعلى منه، ويسمى القائمون بالبيع الطويل بالمتفائلين (الثيران Bullish).

أما البيع القصير فهو بيع سلع لا يمتلكها العميل حيث يقوم باقتراضها من سمساره ثم يصدر إليه الأمر ببيعها محددا كميتها ونوعها على أمل انخفاض سعرها مستقبلا فيقوم بشرائها من السوق الحاضرة بالسعر المنخفض وردها إلى سمساره محققا أرباحا ويسمى القائمون بالبيع القصير بالمتشائمين (الدبية Bearish) والبيع القصير هو مرادف البيع على المكشوف حيث إذا توقع العميل المضارب أن سعر سلعة ما سوف ينخفض، فإنه يقوم بالبيع على المكشوف وبما أنه لا يمتلك السلعة التي يريد أن يبيعها، يقوم باقتراضها من سمساره ثم يصدر إليه أمرا ببيع السلعة المقترضة وغالبا ما توجد هذه البضاعة عند السمسار تكون متعلقة بعملائه الآخرين، فإذا لم تكن موجودة عنده يقوم باقتراضها من سمسار آخر. أما مدة الاقتراض فهي في العادة يوم واحد يتحدد تلقائيا ما لم ينهه أحد الطرفين ومن البديهي أن العميل يحاول تمديد فترة الاقتراض حتى تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه. وحينئذ يقوم بشرائها مستفيدا من فارق السعرين، ثم يرجع البضاعة المشتراة إلى سمساره. أما إذا لم تحدث توقعات العميل وارتفعت الأسعار فإنه سيتحمل خسارة كبيرة خصوصا إذا كانت نسبة ارتفاع السعر كبيرة.

ويقتضي البيع على المكشوف وجود مركز قصير يدخل السوق مضاربا على الهبوط، ووجود مركز طويل يدخل السوق مضاربا على الصعود.

يدخل البيع على المكشوف ضمن العمليات العاجلة لأن البائع (صاحب المركز القصير) ملزم بتسليم السلعة المقترضة إلى المشتري (صاحب المركز الطويل) وملزم أيضا بتسليمها إلى السمسار الذي اقتترضها منه وذلك بشرائها من السوق، سواء تحققت توقعاته أم لا، وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات.

يعتبر البيع على المكشوف من الصيغ المالية الأكثر استعمالا في الأسواق المالية، باعتبارها أداة استثمارية يستخدمها صناع السوق وكبار المستثمرين لتعزيز مكاسبهم المالية اثناء فترة انكماش السوق المالي، أيضا باعتبارها أداة للتحوط تستخدمها الشركات الكبرى لنقل المخاطرة الواقعة على أسهمها إلى أطراف أخرى في السوق المالي وقد جرى جدل قانوني واقتصادي طويل حول هذه المسألة منذ عقود، وقد توج هذا الاهتمام بالمسألة في ظل الأزمات المالية التي يشهدها العالم وآخرها الأزمة المالية لعام 2008.

1. تعريف البيع على المكشوف

البيع على المكشوف ليس جديداً في عالم أسواق الأوراق المالية، بل تاريخه يمتد لقرون ماضية. وقد تم ابتكاره بهدف إنشاء منتجات مالية وأدوات استثمارية جديدة لتعمل على تسهيل العمل وكطريقة لضخ الأموال للشركات وتمويل بعض المشاريع، وكعامل وسيط لاستحداث جسر من السيولة بين الشركات المتعثرة أو التي بها حالة هبوط وبين المستثمرين والشركات التي تمتلك سيولة.¹

لقد تم تسميته بالبيع على المكشوف لأن المستثمر يقتضئ الأسهم ولا يمتلكها، أي أن حسابه الاستثماري مدين ومكشوف ليس فيه ما يغطي رأس المال الاستثماري ولا النفقات الاستثمارية.

والبيع على المكشوف والذي يطلق عليه أحيانا البيع القصير هو أن يقوم المستثمر باقتراض مجموعة من الأسهم لبيعها - دون امتلاكها- في حالة توقع هبوط سعر هذه الأسهم لفترة ثم يشتريها عند انخفاض سعرها أكثر من وقت بيعها، ثم بعد ذلك يعيدها للوسيط بعد فرق السعر بين البيع والشراء، وإعطاء الوسيط العمولة المتفق عليها.

ولتعريف اقتراض الورقة المالية فهو عبارة عن التحويل المؤقت للورقة المالية من مالك هذه الأوراق المالية إلى المستثمر المقترض مع وجوب التزامه بإعادة الورقة المالية للمالك في موعد يتم الاتفاق عليه، ويجب أن يقوم المقترض بتقديم الضمانات المالية والحفاظ على هذه الضمانات بحسب اتفاق الطرفين، ويشترط ألا تقل قيمة الضمان المقدم من المقترض عن مائة بالمائة من القيمة السوقية لهذه الورقة المالية التي يتم اقتراضها. ويحق للهيئة المسؤولة عن سوق الأوراق المالية التعديل على متطلبات الضمان المالي وقيمه.

مثال توضيحي بافتراض أن سعر سلعة ما 50 دولار للوحدة الواحدة ويتوقع العميل انخفاض أسعارها إلى 30 دولار في وقت قريب، فيقوم باقتراض 100 وحدة من هذه السلعة من عند سمساره يصدر له أمر ببيعها بالسعر السائد (50 دولار). فإذا صح توقعه ونزل السعر إلى 30 دولار، فإنه يصدر أمر لسمساره بشراء هذه الكمية ويرجعها مادام أنه اقتترضها ويحصل على ربح ناتج من فرق السعرين. أما إذا خاب توقعه وارتفع السعر إلى 60 دولار فإنه مضطر لشراء تلك الكمية من البضاعة بهذا السعر وبذلك يتحمل خسارة تتمثل في الفرق بين السعرين.

حالة انخفاض السعر إلى 30 دولار: الربح = قيمة البيع - قيمة الشراء

$$(50 \times 100) - (30 \times 100) = 2000 \text{ دولار قبل خصم العمولة والمصاريف الأخرى}$$

في حالة ارتفاع السعر إلى 60 دولار: فإن العميل سيحقق خسارة تقدر بـ

$$(60 \times 100) - (50 \times 100) = 1000 \text{ دولار إضافة إلى العمولة والمصاريف الأخرى.}$$

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

ولهذا البيع عيوب لعل أهمها أن جماعات الضغط (المتخصصون وأعضاء البورصة، وصناع السوق ...) يمكنهم أن يؤثروا على العملية من خلال قيامهم ببيع كميات كبيرة من السلعة على المكشوف لتخفض أسعارها فيقومون بشرائها، ويحفظون بذلك مركزهم دون التعرض لخسائر.

2. الهدف من البيع على المكشوف

إن البيع على المكشوف يهدف إلى زيادة مستوى السيولة النقدية وإلى تفعيل دور سوق الأوراق المالية، كما يهدف إلى تحقيق نسبة من الأرباح للمستثمرين خلال عمليات البيع على المكشوف. كما يعمل على تحفيز المستثمر طويل الأجل على الحفاظ على قدراته الاستثمارية واستمرار وجود أمواله في السوق أطول فترة ممكنة مما يدفع عجلة الاقتصاد ويعمل على حفظ التوازن في الاقتصاد إذا ما اتخذت التدابير المناسبة، ويعمل على زيادة الفرص الاستثمارية لشركات الوساطة المالية.

ومن ضمن المميزات إعطاء فرصة أفضل لإدارة المخاطر وإدارة رأس المال والمحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى زيادة إمكانية الربح من أسواق الأسهم في حالة الهبوط، ومنع حدوث الفقاعات السعرية.

3. أشكال البيع على المكشوف

للبيع على المكشوف عدة أشكال أهمها ما يلي:

الشكل الأول أين يمكن للوسيط أو سمسار الأوراق المالية أن يقوم باقتراض هذه الأسهم من عميل آخر للشركة أو عميل من شركة وساطة غيرها، ثم يقوم بإضافة هذه الأسهم تحت حسابك على حسب طلبك، ثم تقوم بالبيع وإرجاعها للوسيط لتغطية الصفقة.

أما الشكل الثاني ويعرف بالتحوط، وهو عبارة عن استراتيجية يتم أخذ إجراءات احتياطية تحسباً واستعداداً للاتجاه الهابط لسوق الأسهم بهدف حماية المحفظة الاستثمارية من انخفاض الأداء وخسارة رأس المال الاستثماري، وتستخدم أيضاً لتخفيف الخسائر من رأس المال. وكذلك تستخدم الشركات الاستثمارية التحوط عن طريق عمل عقود للبيع على المكشوف لحماية أسهمها من حركات أسعار الأسهم الغير مرغوب فيها أو الحركات المفاجئة.

4. كيف يمكن البيع على المكشوف؟

يعتبر الوصول إلى شخص يقبل بإقراض أسهمه لمستثمر آخر بشكل فردي أمراً صعباً للغاية وقد لا يكون متاحاً 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.

1.4. 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.

2.4. 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.

وختاما، يحمل البيع على المكشوف مخاطرة كبيرة وعليه ينصح دوما بعدم الدخول فيه للمستثمرين ممن لا يملكون الخبرة الكافية للتعامل مع المخاطر وينصح باللجوء إلى مشورة مستقلة قبل الاقدام على الدخول في مثل هذا النوع من الاستثمار. للمزيد من التفاصيل حول تداول العملات يمكنك زيارة مرشد تداول الفوركس.

5. آلية عمل البيع على المكشوف

يمكن توضيح الآلية التي تتم من خلالها عملية البيع على المكشوف من خلال بيان الخطوات التالية:¹

أولاً: يقوم مالك السهم بإبلاغ سمسرة السوق المالي برغبته في إقراض سهمه لفترة وجيزة خوفاً من نزول السهم، ومن ثم تحوطاً لشخص أو مؤسسة أخرى، وغالباً ما يتم هذا الأمر من قبل الشركات الكبرى مثل صناديق التقاعد والتأمين.

ثانياً: يقوم أشخاص أو شركات بإبلاغ السمسار برغبتهم في اقتراض تلك الأسهم، حيث يكون قرض البيع على المكشوف في هذه المرحلة قابلاً للاستدعاء من أي من الطرفين في أي لحظة يبدى فيها رغبته في ذلك، وإذا ما كانت الرغبة من طرف المقرض يصبح لزاماً على المقرض رد الأسهم إما بشرائها من السوق أو باقتراضها من شخص آخر وذلك خلال 24 ساعة.

وفي الأغلب تقوم بمثل هذه العمليات شركات كبرى يطلق عليها اسم صناديق التحوط، حيث تمثل عمليات البيع على المكشوف 40% من أعمال تلك الشركات.

¹ أسامة عمر الأشقر، البيع على المكشوف كصيغة استثمارية وأداة للتحوط المالي، مجلة كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة قطر، العدد: 28، 2010، ص: 97.

ثالثاً: عند الطلب يقوم السمسار بإجراء عملية إقراض تلك الأسهم لشخص بسعر معين وعدد معين ويتم تقاضي رسوم إدارية مقابل عملية الإقراض، وأحياناً تشترط بعض الأسواق وجود هامش وقاية كمبلغ مالي يدفعه المقترض تحسباً لتعثر المقترض في سداد وإرجاع الأسهم، مع ملاحظة أن هامش الوقاية قد يتم استدانته من المصارف من خلال قروض ربوية.

رابعاً: يقوم المقترض ببيع الأسهم المقترضة عبر السمسار ذاته الذي أخذ منه الأسهم، حيث تتم عملية البيع في السوق المالي وفق آلية مفادها: توقع المقترض لهبوط سعر السهم، فيبيعه بسعره الذي أخذه، فإذا هبط سعر السهم يقوم بإعادة شرائه من السوق المالي، ويكون الفارق بين سعري البيع والشراء هو مقدار الربح. وفي هذه المرحلة قد يستخدم المضارب المقترض ما يسمى بأوامر الإيقاف أحد أساليب الخيارات) في الأسواق المالية، وذلك للحد من خسارته في حال صعود السهم بدلاً من هبوطه.

خامساً: عند إجراء عملية البيع عبر السمسار نفسه الذي أقرضه، يقوم السمسار بحجز قيمة بيع المقرض لتلك الأسهم في السوق المالي كرهن مالي يدفع للمقترض في حال إعادته للأسهم المالية. سادساً: يقوم المقترض بإعادة شراء تلك الأسهم المقترضة من السوق المالي، ومن ثم إرجاعها للمالك عبر السمسار ويدفع له قيمة ما باعه من أسهم.

6. عيوب البيع على المكشوف

1.5. 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.

2.5. 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 أرباحاً نتيجة انخفاض السعر ولكنه خسرهما نتيجة دفع بدل توزيعات الأرباح التي استحقها السهم.

3.5. مخاطر التجزئة المفاجئة

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

وهنا يصبح البائع على المكشوف مديناً بسهمين أو أكثر عن كل سهم قام ببيعه من الشركة الأساسية وبالتالي تصبح مخاطر المركز مضاعفة حيث يصبح معرضاً لتحرك كلا الشركتين واللتان 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.

7. مميزات 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.

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

2.7. 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 إغلاق مراكز البيع لديه بسرعة كافية.

الخاصة

لقد تم إعداد هذه المطبوعة والتي جاءت بعنوان: "بورصة البضائع والمشتقات" حيث هي موجهة أساساً لأقسام طلبة السنة الثانية ماستر علوم تجارية، تخصص: مالية وتجارة دولية، والتي يمكن أن يستفيد بها طلبة ميدان العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بكل فرعه وتخصصاته سواءً في طور الليسانس، الماستر أو حتى الدكتوراه، حيث أخذت كإطار للبحث كل من القيم المنقولة ومكان تداولها المعروف بالبورصة والاستثمار فيها وكذا بورصة البضائع، تسييرها وطرق التعامل فيها.

ومن ثم، فإن هذه المصطلحات تعد الأدبيات الأكثر تداولاً في هذه المطبوعة والتي من المهم تناولها بقليل من البيان.

ويمكن الإشارة أنه تم تعريف القيم المتداولة بأنها قيم منقولة يصدرها أشخاص اعتباريون إما أن يكونوا عموميين كالدولة والهيئات التابعة لها أو مؤسسات اقتصادية أو مالية.

ويأخذ المشترون لهذه القيم إما صفة الدائنين للجهة المصدرة أو صفة المشاركين في الملكية.

وتعرف القيم المتداولة بمصادرات كثيرة منها القيم المنقولة، الأوراق المالية، الأدوات المالية، النواتج المالية وغيرها...

كما تعتبر البورصة جزءاً من منظومة سوق رأس المال، فهي سوق يلتقي فيه البائعون للأدوات المالية والمشترون لها، كما تمثل أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية.

وبما أن البورصة من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية، وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية، بغرض تحقيق التنمية، خاصة إذا كانت تتسم بالكفاءة. وتتصف البورصة بالكفاءة إذا كانت تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة، حيث إن المعلومات التي تأتي إلى السوق وفي أي وقت مستقلة عن بعضها البعض من المتوقع أن تسبب في حركة عشوائية للأسعار.

وعرفت البورصات تطوراً كبيراً في ظل العولمة المالية ومع تطور الاقتصاديات المعاصرة، إذ استطاعت بعض الدول الصناعية الكبرى إقامة بورصات متقدمة وفرت التمويل اللازم لمشاريعها الصناعية والتنموية، وساهمت في زيادة انسيابية رؤوس الأموال فيما بين الدول. وإلى جانب هذه البورصات الكبيرة، توجد بالمقابل بورصات حديثة العهد سجلت اسمها في وسط البورصات، كما ازدادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، وأطلق عليها مصطلح البورصات الناشئة. وإلى جانب هذه البورصات توجد مجموعة لم يصل مستوى أدائها إلى مستوى البورصات الناشئة تعرف بالأسواق المتخلفة.

أما الاستثمار في البورصة، فإنه يراد بالاستثمار هنا توظيف الأموال المدخرة للحصول على عائد من وراء اقتناء هذه الأوراق أو في حالة التخلص منها. والاستثمار يختلف عن المضاربة في نسبة المخاطرة التي تتعرض لها الأموال الموظفة. وعادة ما يطلق الاستثمار على التوظيفات التي تقل فيها درجة المخاطرة في حين أن المضاربة هي تلك التي تكثر فيها المخاطر.

أما المضاربة فهي تعني التنبؤ بالأسعار وتقلباتها بهدف تحقيق فوائض قيمة من وراء هذه التغيرات أو التقلبات. وبمعنى آخر، فإن المضاربة هي تقدير فرص الكسب واستغلالها واحتمالات الخسارة والابتعاد عنها.

فالتسيير الجيد إذا هو اختيار شخصي تلقائي يعتمد على التوزيع المتوازن للأصول قصد تعظيم العائد وتقليل المخاطر ولا يتحقق ذلك إلا بالمتابعة الدقيقة والمستمرة لأسعار البورصة.

ومنه، فإن القيم المنقولة من أسهم، سندات... الخ، من غير الأوراق التجارية لها دور رائد في تغطية الاحتياجات المالية لكل من المؤسسات الاقتصادية وكذا الدولة وهياتها إذ تعد موردا من موارد التمويل الدائمة. كما أن هذه القيم هي محل التداول في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال عملية التسويق.

كما اتضح أن هناك فوائد عديدة ترتبط بشراء المدخرين لقيم متداولة في البورصة، يمكن ذكر أهمها، حيث تعود عليهم من خلال مختلف المبادلات التي يقومون بها داخل السوق على هذه القيم في ثلاث نقاط أساسية هي:

- من ناحية المردودية، حيث تعني المردودية رغبة المدخرين في الحصول على غلة أموالهم المدخرة.
- من ناحية الضريبة، حيث غالبا ما تكون فيه إعفاءات ضريبية على القيم الفائضة أو السندات وهذا من الأمور المشجعة على الاستثمار أو التوظيف بداخل سوق الأوراق المالية.
- من ناحية فائض القيمة، إذ من خلال عمليات المضاربة التي يراد من خلالها تحقيق أرباح من وراء عمليات بيع وشراء الأوراق آجلا.

وقد جاء المحور الأول والذي أتى بعنوان مفهوم وأدوات البورصة، والذي خصص لإعطاء مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالبورصة والتي تشمل جميع الأدوات المالية سواء القصيرة الأجل والتي يتم تداولها في السوق النقدي أو الطويلة الأجل والتي يتم تداولها في البورصة، مع التركيز على خصائص كل سوق والمتعاملين فيها وكذا مختلف تقسيمات كل واحد منهم.

أما المحور الثاني المعنون بـ الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية، أين تم التطرق إلى مختلف مفاهيم الأدوات المالية مع التركيز على الأدوات المتداولة في السوق النقدية.

وأتى المحور الثالث بعنوان الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، والذي اهتم بمعالجة كل من القيم المتداولة التي تمثل حق ملكية وهي الأسهم وبعدها تلك القيم التي تمثل حق الدائنية وهي السندات ثم القيم المتداولة المهجنة بين الصنفين السابقين. وبعدها تم تناول كل صنف من الأصناف السابقة مع ذكر مميزات وخصائص كل نوع منها.

ثم المحور الرابع المعنون بـ **كفاءة البورصة ومخاطر الاستثمار فيها**، فقد اهتم بمميزات وخصائص البورصة الكفؤة والذي تستجيب الأسعار وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه، بحيث تدفعهم للشراء أو البيع. وكذا تم التعرّيج على مختلف أنواع الكفاءة ومستوياتها، وبما أنه يمكن أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرجوة المتوقعة أو المألوفة، فقد تم عرض مختلف المخاطر المؤدية لهذا الانحراف.

وجاء المحور الخامس بعنوان **مؤشرات قياس أداء البورصة**، أين تم تعريف المؤشر وإعطاء خصائصه وأهدافه ومراحل حسابه، ثم تم تسليط الضوء على بعض أشهر مؤشرات البورصات في مختلف دول العالم.

ثم في المحور السادس **البورصة الحاضرة للبضائع**، أنواعها وإدارتها، تم تعريف البورصة الحاضرة للبضائع وأنواع أسواق السلع الدولية، مع ذكر بعض مواصفات وشروط السلع في بورصة البضائع، وأساليب ونظم التعامل في بورصات البضائع.

أما المحور السابع **المقاصة والتسوية**، اهتم بالمراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع.

وجاء المحور الثامن لدراسة **تطبيقات العقود الآجلة والخيارات**، حيث بعد التطرق لمفاهيم العقود الآجلة والخيارات تمت المقارنة بين عقود الخيارات والعقود الآجلة، ثم مختلف تطبيقات العقود الآجلة والخيارات في التسعير.

وبخصوص المحور التاسع المعنون **تسعير العقود الآجلة للبضائع والمضاربة في أسواق البضائع**، فإنه تم التركيز على دراسة كيفية تسعير العقود الآجلة للبضائع وبعدها عمليات المضاربة في أسواق البضائع.

أما المحور العاشر والذي تمت عنونته **البيع على المكشوف في أسواق العقود الآجلة**، إذ جاء للاهتمام بدراسة البيع على المكشوف وأشكاله وكذا آلية عمل البيع على المكشوف، ثم التطرق إلى عيوب ومميزات البيع على المكشوف.

وفي الأخير، فإنه لشرف لنا أن نضع هذه المطبوعة بين يدي طلبتنا الأعزاء، وزملائنا الأساتذة، كما نرجو من كل من شرفنا بقراءة هذه المطبوعة ووجد فيها ما يستوجب التحسين أو التصحيح أو تم السهو عنه أن يقيد ملاحظاته ويوجهها لنا مع الشكر المسبق وتقدير الاهتمام وعميق الاحترام.

والصلاة والسلام على أشرف خلق الله محمد الصادق الأمين.

الأستاذ بلال شبيخي.

والله الموفق.

قائمة المراجع

1. باللغة العربية

1.1 الكتب

- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، الجزء الثاني، المكتبة الوطنية الجزائرية، الجزائر، 2002.
- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، 2002.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، المعزز للنشر والتوزيع، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2005.
- رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- رسمية قرياقص، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- رسمية قرياقص، حنفي عبد الغفار، البورصات والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- رغيد قصوغة، محمد سامر القصار، إدارة المخاطر، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010.
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010.
- ضياء مجيد الموسمي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي واليات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2002.
- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2011.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1998.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، عمان، 2008.

- علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002/2001.
- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- محمد عوض عبد الجواد، استثمارات في البورصة، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
- محمد يوسف ياسين، البورصة - عمليات البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الجزائر، 2007.
- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقس، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003.
- شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
- جعفر الجزار، الادخار والاستثمار والمضاربة في البورصة، دار النفائس، بيروت، لبنان، 1998.
- فتحي سليم زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

2.1 الرسائل

- بلال شفيق، تطور وأداء أسواق الأوراق المالية المغاربية واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011.
- الجودي صاطوري، أثر كفاءة رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.

- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، جويلية 1999.

3.1 المجلات، الملتقيات، الندوات والمحاضرات

- بلال شبيخي، أثر أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية، مجلة صادرة عن مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد: 2010-08.
- محمد عبد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل بها، الدورة السادسة عشر، منظمة المؤتمر الإسلامي، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2005.
- إبراهيم اونورة، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2011.
- أسامة عمر الأشقر، البيع على المكشوف كصيغة استثمارية وأداة للتحوط المالي، مجلة كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة قطر، العدد: 28، 2010.

2. باللغة الأجنبية

- Barmand; Le grand marché européen, Imprimerie de presse universitaire, 3^{eme} Edition Paris, 1991.
- Conférence des Régions Périphériques Maritimes D'Europe, 2008-2011: Du KRACH Financier a la Crise Systémique Quelles Perspectives d'Equilibre Mondial?, Quel Enjeux pour L'UE et ses Régions?, Paris, Septembre 2011.
- Dumas Det Bally, les titres financiers équilibre du marché et méthode d'évaluation, Paris, sans maison d'édition, 1995.
- Jérémy Morvan, Marchés et instrument financiers, Danger Duond, Paris, 2009.
- Jperyard, La bourse, Imprimerie Herssey, 3^{eme} édition, 1993.
- P. TOPSCALIAN, Les indices boursiers sur action, Economica, Paris, 1996.
- Y.Simon, encyclopédie des marchés financiers, Tome 01, Economica, Paris, 1997.

- Étienne Perrot, LA BOURSE exubérante autant que rationnelle, Études, n° 12 Tome 397, 2002.
- Yves Simon, Bourses de commerce et marchés à terme de marchandise, 2^{eme} édition, Dalloz Gestion, Paris, 1981.