



الموضوع

دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية

تحت إشراف :

أ.د مرغاد لخضر

من إعداد الطالبة:

عيساوي سهام

لجنة المناقشة:

جامعة بسكرة	رئيسا	أستاذ محاضر -أ-	خوني رابح
جامعة بسكرة	مقررا	أستاذ التعليم العالي	مرغاد لخضر
جامعة بسكرة	ممتحنا	أستاذ محاضر -أ-	بن الزاوي عبد الرزاق
جامعة بسكرة	ممتحنا	أستاذ محاضر -أ-	بن سماعيل حياة
جامعة المدية	ممتحنا	أستاذ محاضر -أ-	سماي علي
جامعة البويرة	ممتحنا	أستاذ محاضر -أ-	فراح رشيد

السنة الجامعية: 2015/2014



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



شكر وتقدير

" اللهم لك الحمد حتى ترضى، ولك الحمد إذا
رضيت ، ولك الحمد بعد الرضى ."

أحمد الله عزّ وجلّ الذي أنعمني بنعمة العلم ووفّقني

إلى بلوغ هذه الدرجة

أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا

العمل ولو بكلمة تشجيع وبالأخص إلى الأستاذ المشرف

الدكتور "مرحاد لخضر" على توجيهاته القيمة والإرشادات

الطائفة

التي لم يبخل بها عليا.

وإلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد

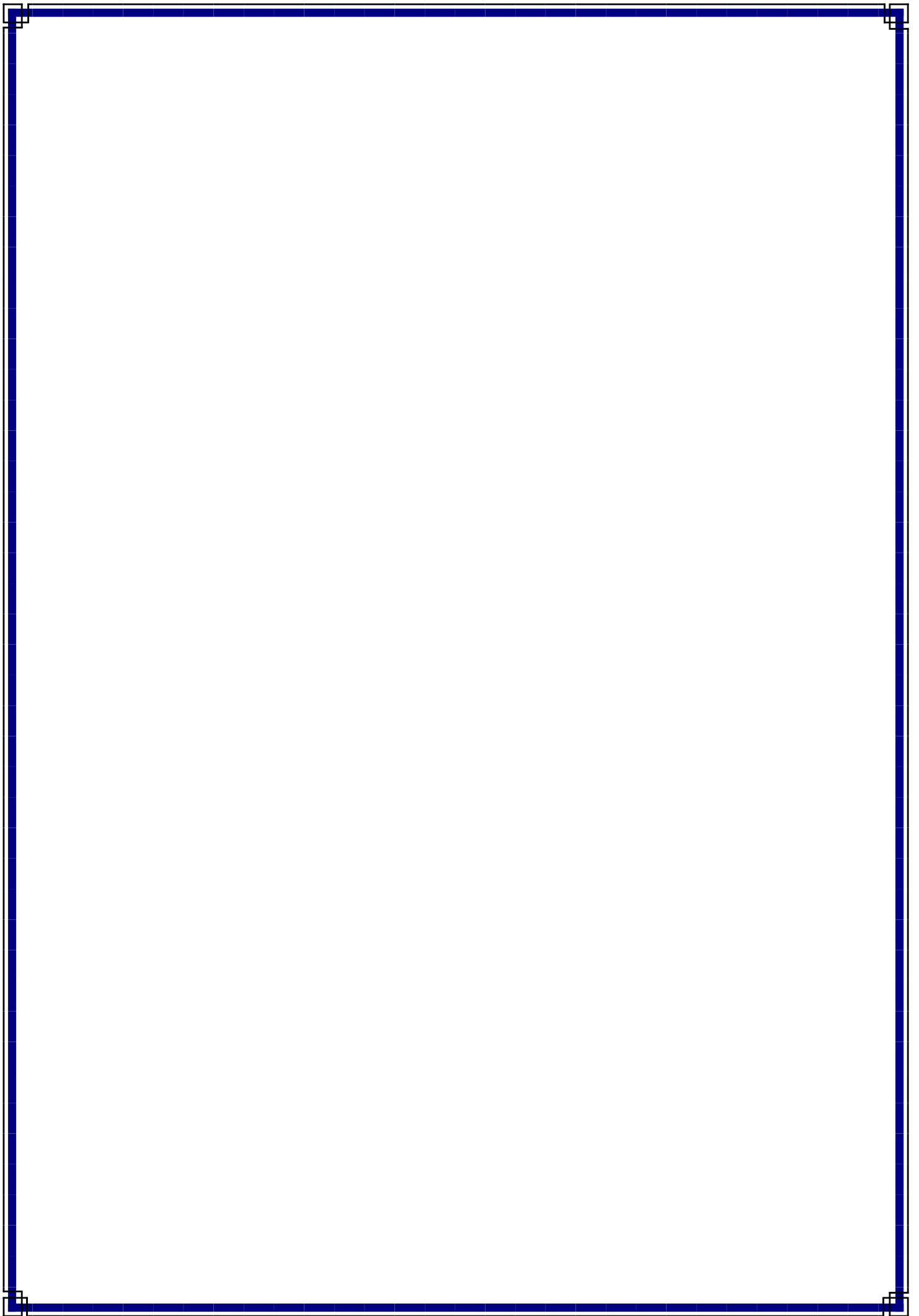
الإهداء

أهدي هذا العمل إلى من قال فيهما عز وجل "وقل ربي
أرحمهما كما ربياني صغيراً"، إلى من ربياني و سهر
على راحتي، إلى من أنار لي الطريق لأحقق أمنية النجاح في
طلب العلم، إلى من أكن لهما العرفان طول العمر، أمي
وأبي أظل الله في عمرهما.

كما أهديه إلى كل أفراد عائلتي إلى أخواتي سناء
وصفاء وأبنائهم، وأختي إيمان وأخي محمد الطاهر لدعمهم
ووقوفهم بجاني.

إلى رفقاء دربي ومن كانوا بجاني في أصعب لحظاتي
من لن تعوضهم أي رفقة: فطوم، سارة، زينب، حفيضة، أمال.
إلى كل زملائي وزميلاتي في العمل

إلى أصدقاء طفولتي وخص بالذكر: بسمة، سعاد ومريم
لتشجيعهم وحبهم لي.



الملخص

في ظل الأنظمة الاقتصادية وتطور استخدامها لمشتقات المالية التي شهدت نمواً سريعاً خلال العقود الماضية، مما ساعد على جذب أطراف عديدة للتعامل بها ويأتي في مقدمتها المؤسسات التي استخدمت المشتقات المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظة الاستثمارية بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي، فالبنك التجاري قد يستخدمها لإدارة مخاطر محفظة قروضه، كما يمكن للبنك الاستثماري استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التي يتكبدها عند الاكتتاب في الأوراق المالية، ويستخدمها المستثمرون (مثل شركة التأمين، وصناديق التحوط) للتخفيف من المخاطر المالية التي يتعرضون لها. تتعدد هذه الأدوات غير أن هناك أربعة أنواع رئيسية والاهتمت في العقود الآجل، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة.

وقد شهدت صناعة المشتقات المالية منذ ظهورها نمواً كبيراً ومتسارعاً أدى إلى تغذية السوق المالي بسهولة كبيرة جداً، سواء على صعيد حجم تجارتها، أو على صعيد تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية المشتقة لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات. ويعود السبب الرئيسي في ذلك هو الخصائص المميزة لهذه الأدوات المالية، وخاصة الرافعة المالية التي تتميز بها التي تساعد على تحقيق إما أرباح أو خسائر عالية تفوق بمرات الأرباح أو الخسائر الناجمة عن التعامل في الأدوات المالية التقليدية. غير أن سوء استخدام هذه المنتجات والتمادي في نشرها وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها وخطورتها إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة، فبدلاً من أن تكون أدوات تحافظ عمق واستقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كل حسب قدرته على تحملها أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر وتساهم بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية.

شهدت الأسواق المالية الفرنسية تطوراً كبيراً خاصة بعد الإصلاحات التي جعلتها من أفضل الأسواق الأوروبية، وهذا ما ساعدها على الاتحاد مع عدد من البورصات الأوروبية وكانت من أكبر المساهمين فيها. ويتم تنظيم السوق المالي الفرنسي من خلال مؤسستان : شركة Euronext والتي تدير تداول الأوراق المالية، وهيئة السوق المالية AMF المسؤولة عن التحقق من المعلومات المنشورة من قبل الشركات المصدرة وتضمن أن كل فئة من فئات المستثمرين يمكنها الحصول على نفس المعلومات، كما تحدد وتفرض لوائح الأوراق المالية. ويتميز سوق المشتقات الفرنسي بأهمية كبرى بين باقي الأسواق خاصة الأوروبية منها، فقد حققت نمواً لا بأس به حتى بعد اندماجها، إلا أنها عرفت في السنوات الأخيرة تراجعاً ملحوظاً في نشاطها ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى إدارة البورصة التي لم توفر المناخ المناسب لجذب المستثمرين من خلال فرض ضرائب مرتفعة، وهروب الشركات الفرنسية الكبرى خارج بورصة باريس.

Abstract

In light of economic systems and the evolution of its use of derivative financial instruments, they have experienced rapid growth over the past decades, which has helped to attract many parties to deal by it, and comes in the forefront of the institutions that used derivatives extensively in the area of coverage to investment portfolios in addition to the additional income. Commercial bank, has used it to manage risk credit portfolio, as the investment bank can use derivatives to manage the risks incurred when underwriting securities, and investors use (such as an insurance company, and hedge funds) to mitigate the financial risks to which has exposed. There are several of these tools but there are four main types of contracts forward, futures, options and swaps.

The industry of financial derivatives has seen since its appearance significant growth and rapidly led to the feeding financial market liquidity is very large, both in terms of trade volume, or at the level of diversity so that included a wide range of financial contracts derived for all types of securities, commodities and other assets other, as well as at the level of the expansion of the base of the participants in the derivatives markets. The main reason for this is the special characteristics of these financial instruments, especially the leverage which is characterized by which either help to achieve profits or losses outweigh the high level greatly exceeds the profits or losses from dealing in conventional financial instruments. However, the misuse of these products and the persistent dissemination and lack of knowledgeable dealers extent of complexity and gravity in addition to used for speculative purposes, rather than as tools to maintain the depth and stability of the financial markets through the distribution of the risks to all dealers, each according to his ability to endure its, has become a tool to focus risk and contribute significantly to the increase in the gap between the financial economy and the real economy, making it among the fundamental causes that contributed to the collapse of the financial markets in particular and the financial system in general due to the transmission of Finance.

French financial markets witnessed great development, especially after the reforms that have made them one of the best European markets, and this is what helped her to union with a number of European stock exchanges, and was be one of the largest shareholders. French financial market regulate through two organizations: Euronext company which manages the trading of securities, and the Capital Market Authority (AMF) responsible for the verification of the information published by issuers, and ensure that each of the categories of investors can get the same information, determine and impose regulations securities. French derivatives market Was characterized by great importance among of the European markets, grew even after the merger, but it is knew in the last years a significant decline in activity is mainly due to Administration the stock market, which did not provide the right climate to attract investors by imposing high taxes, and the flight of the major French companies outside the Paris Stock Exchange.

Résumé

À la lumière des systèmes économiques et l'évolution de son utilisation d'instruments financiers dérivés, ils ont connu une croissance rapide au cours des dernières décennies, ce qui a contribué à attirer de nombreux investisseurs à traiter par elle, et surtout des institutions qui utilisaient intensivement dérivés dans la zone de couverture de portefeuilles de placement en plus du revenu supplémentaire. Banque commerciale, a utilisé pour gérer portefeuille de crédit des risques, la banque d'investissement peut utiliser des instruments dérivés pour gérer les risques encourus lors de la souscription des titres, et les investisseurs utilisent (comme une compagnie d'assurance et les fonds de couverture) pour atténuer les risques financiers qui a exposée. Il ya plusieurs de ces outils mais il ya quatre principaux types de contrats à terme, contrats à terme, options et swaps.

L'industrie des instruments financiers dérivés a vu depuis sa croissance significative de l'apparence et rapidement, conduit à l'alimentation des marchés financiers par liquidité très importante, tant en termes de volume d'échanges, ou au niveau de la diversité afin que inclus une large gamme de contrats financiers dérivés pour tous types de titres, matières premières et actifs ather autre, ainsi qu'au niveau de l'expansion de la base des participants dans les marchés de produits dérivés. La principale raison en est les caractéristiques particulières de ces instruments financiers, en particulier l'effet de levier qui se caractérise par qui, l'aide de réaliser des profits ou des pertes dépasse largement les profits ou les pertes de traiter dans des instruments financiers classiques. Cependant, l'utilisation abusive de ces produits et pas au courant de l'étendue de concessionnaires complexité et la gravité et en plus utilisés à des fins spéculatives, plutôt que comme des outils pour maintenir la profondeur et la stabilité des marchés financiers par la distribution des risques tous les concessionnaires, chacun selon sa capacité à son supporter, est devenu un outil de concentrer le risque et contribuer de manière significative à l'augmentation de l'écart entre l'économie financière et l'économie réelle, ce qui en fait l'une des causes fondamentales qui ont contribué à l'effondrement de la marchés financiers en particulier et le système financier en général en raison de la transmission des Finances.

Marchés financiers français ont assisté à un grand développement, en particulier après les réformes qui ont fait leur l'un des meilleurs marchés européens, et ce est ce aidée à le fusionnement avec un certain nombre de bourses européennes, et a été l'un des principaux actionnaires. Marché financier français réguler par deux organisations: société EURONEXT qui gère la négociation de titres, et de la Capital Market Authority (AMF) responsable de la vérification de l'information publiée par les émetteurs, et se assurer que chacune des catégories d'investisseurs peuvent obtenir la même information , de déterminer et d'imposer des règlements en valeurs mobilières. Marché des produits dérivés française a été caractérisée par une grande importance parmi le des marchés européens, a augmenté même après la fusion, mais il est connu dans les dernières années une baisse significative de l'activité est principalement due à l'administration du marché boursier, qui ne prévoit pas le droit le climat pour attirer les investisseurs en imposant des taxes élevées, et L'évasion des grandes entreprises françaises en dehors de la Bourse de Paris.

فهرس المحتويات

	شكر و عرفان
	إهداء
I	الملخص باللغة العربية
II	الملخص باللغة الانجليزية
III	الملخص باللغة الفرنسية
V	فهرس المحتويات
XII	فهرس الأشكال
XV	فهرس الجداول
XVIII	فهرس الملاحق
أ-ز	مقدمة عامة
01	الفصل الأول: مدخل عام حول أسواق رأس المال والمشتقات المالية
03	المبحث الأول: ماهية الأسواق رأس المال
03	المطلب الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية، وظائفها وعناصرها
03	الفرع الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية
07	الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية
10	الفرع الثالث: عناصر الأسواق المالية
13	المطلب الثاني: كفاءة الأسواق المالية
14	الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية
15	الفرع الثاني: خصائص سوق المال الكفاء
16	الفرع الثالث: مستوى كفاءة السوق المالي
18	المطلب الثالث: أنواع أسواق رأس المال وأدواتها
18	الفرع الأول: أنواع السوق رأس المال
26	الفرع الثاني: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال
36	المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية
36	المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية
36	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

37	الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية
40	المطلب الثاني: مفهوم الهندسة المالية
40	الفرع الأول: الابتكار المالي
43	الفرع الثاني. الهندسة المالية
48	المطلب الثالث: أنواع أسواق المشتقات المالية والمتعاملون فيها
48	الفرع الأول: أنواع أسواق المشتقات المالية
51	الفرع الثاني. المتعاملون بالمشتقات المالية
54	المبحث الثالث: تطور أسواق المشتقات المالية
54	المطلب الأول: نمو الأسواق العالمية للمشتقات المالية
54	الفرع الأول: تطور الحجم الكلي للمشتقات المالية
58	الفرع الثاني: أسباب نمو أسواق المشتقات المالية
60	المطلب الثاني: المشتقات المالية في أسواق الناشئة
61	الفرع الأول: تطور حجم المشتقات في الأسواق الناشئة
64	الفرع الثاني: متطلبات تطوير الأسواق المشتقات الناشئة
66	المطلب الثالث: تجارب بعض دول الأسواق الناشئة في تداول المشتقات المالية
66	الفرع الأول: سوق المشتقات البرازيلي
67	الفرع الثاني: سوق المشتقات الكوري
69	الفرع الثالث: المشتقات المالية في الأسواق العربية
72	خلاصة الفصل الأول
74	الفصل الثاني: أنواع المشتقات المالية
75	المبحث الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية
75	المطلب الأول: العقود المستقبلية Futures
75	الفرع الأول: ماهية العقود المستقبلية
82	الفرع الثاني: تنظيم تداول العقود المستقبلية
92	الفرع الثالث: تسعير العقود المستقبلية
96	المطلب الثاني: استخدامات العقود المستقبلية
96	الفرع الأول: التغطية
103	الفرع الثاني: المضاربة
105	الفرع الثالث: المراجعة

107	المطلب الثالث: العقود الآجلة Forward
107	الفرع الأول: تعريف العقود الآجلة وأنواعها
111	الفرع الثاني: خصائص العقود الآجلة، ايجابياتها وسلبياتها
112	الفرع الثالث: الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية
114	المبحث الثاني: عقود الخيار Options
114	المطلب الأول: ماهية عقود الخيار
114	الفرع الأول: التطور التاريخي لعقود الخيار وتعريفها
117	الفرع الثاني: أركان عقود الخيار وخصائصها
119	الفرع الثالث: أنواع عقود الخيار
128	المطلب الثاني: تسعير عقود الخيار
128	الفرع الأول: تقييم عقود الخيار والعوامل المؤثرة على سعرها
135	الفرع الثاني: النموذج الثنائي لتسعير عقود الخيار The Binomial Model
140	الفرع الثالث: نموذج بلاك و شولز The Black-Scholes Model
144	المطلب الثالث: تنظيم تداول عقود الخيار واستخداماتها
145	الفرع الأول: تنظيم تداول عقود الخيار
153	الفرع الثاني: استخدامات عقود الخيار
161	المبحث الرابع: عقود المبادلات Swaps
161	المطلب الأول: ماهية عقود المبادلة
161	الفرع الأول: تعريف عقود المبادلات
162	الفرع الثاني: أسواق المبادلات
164	الفرع الثالث: مميزات عقود المبادلة
165	المطلب الثاني: مبادلة أسعار الفائدة
165	الفرع الأول: ماهية مبادلة أسعار الفائدة
168	الفرع الثاني: تسعير وتقييم عقود مبادلة معدلات الفائدة
170	الفرع الثالث: استخدامات عقود مبادلة معدلات الفائدة
172	المطلب الثالث: مبادلة أسعار الصرف
172	الفرع الأول: ماهية مبادلة العملات
175	الفرع الثاني: تقييم عقود مبادلة العملات
177	الفرع الثالث: استخدامات عقود مبادلة العملات

179	خلاصة الفصل الثالث
180	الفصل الثالث: أهمية استخدام المشتقات المالية وانعكاساتها على أسواق رأس المال
182	المبحث الأول: استخدام المشتقات المالية
182	المطلب الأول: استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر
182	الفرع الأول: مفهوم المخاطرة
183	الفرع الثاني: إدارة المخاطر
184	الفرع الثالث: إدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية
186	المطلب الثاني: استخدام المشتقات المالية في المضاربة
187	الفرع الأول: تعريف المضاربة
188	الفرع الثاني: المضاربة باستخدام المشتقات المالية
189	المطلب الثالث: استخدام المشتقات المالية في المراجعة
189	الفرع الأول: مفهوم المراجعة
192	الفرع الثاني: استخدام المشتقات المالية في عملية المراجعة
193	المطلب الرابع: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر والرفع من كفاءته
193	الفرع الأول: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر
194	الفرع الثاني: استخدام المشتقات المالية للرفع من كفاءة السوق المالي
195	المبحث الثاني: المخاطر استخدام المشتقات المالية وإدارتها
195	المطلب الأول: مخاطر المشتقات المالية
195	الفرع الأول: المخاطر الائتمانية و مخاطر السوق
197	الفرع الثاني: المخاطر القانونية، التشغيلية والرقابية
198	الفرع الثالث: مخاطر السيولة، التسوية وأثر الرفع المالي
200	المطلب الثاني: إدارة مخاطر المشتقات المالية
200	الفرع الأول: تحديات إدارة مخاطر المشتقات المالية
202	الفرع الثاني: قياس ومراقبة مخاطر المشتقات المالية
203	المبحث الثالث: انعكاسات المشتقات المالية
203	المطلب الأول: دور المشتقات المالية في تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008
206	الفرع الأول: الأسباب الاقتصادية للأزمة المالية العالمية 2008

210	الفرع الثاني: المراحل الكبرى للأزمة العالمية 2008
213	الفرع الثالث: دور المشتقات المالية في تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008
218	المطلب الثاني: انعكاسات استخدام المشتقات المالية
219	الفرع الأول: انهيار شركة لونغ تيرم كابيتال مانجمنت (LTCM)
220	الفرع الثاني: انهيار بنك بارينجز "Barings Brothers and company bank"
222	الفرع الثالث: خسائر بنك (AIB) Allied Irish Bank
224	الفرع الرابع: انهيار بنك بير ستيرنز Bear Stearns
225	الفرع الخامس: خسائر بنك الخليج الكويتي
227	خلاصة الفصل الثالث
228	الفصل الرابع: دراسة حالة سوق رأس مال فرنسا
230	المبحث الأول: سوق رأس مال فرنسا
230	المطلب الأول: بورصة باريس نشأتها وتطورها
230	الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة باريس
234	الفرع الثاني: اتحاد أسواق المال الأوروبية "NYSE Euronext"
235	المطلب الثاني: هيكل وتنظيم يرونكست باريس Euronext Paris
236	الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال الفرنسي
238	الفرع الثاني: المتعاملون في سوق رأس المال الفرنسي
239	الفرع الثالث: عمل سوق رأس المال الفرنسي
244	المطلب الثالث: أقسام سوق رأس المال الفرنسي، منتجاتها المالية ومؤشراتها
244	الفرع الأول: أقسام سوق رأس المال الفرنسي
246	الفرع الثاني: المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال الفرنسي
252	الفرع الثالث: مؤشرات سوق رأس المال الفرنسي
254	المبحث الثاني: تنظيم سوق المشتقات الفرنسي والأدوات المتداولة به
255	المطلب الأول: تنظيم سوق المشتقات المالية الفرنسية
255	الفرع الأول: منظمي السوق الفرنسي للمشتقات
256	الفرع الثاني: تنظيم وتسيير سوقي MATIF و Monep الفرنسيين
260	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق MATIF
261	الفرع الأول: عقود على معدلات الفائدة
264	الفرع الثاني: عقود على السلع

266	المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق MONEP
267	الفرع الأول: عقود الخيارات على الأسهم
269	الفرع الثاني: عقود الخيارات على المؤشرات
272	الفرع الثالث: العقود المستقبلية على المؤشرات
274	المبحث الثالث: دور تداول الأدوات المشتقة في تمويل سوق رأس المال الفرنسي
274	المطلب الأول: تطور نمو المشتقات المالية في السوق الرأس المالي الفرنسي
274	الفرع الأول: تطور عدد عقود المشتقات المالية الفرنسية وقيمتها
279	الفرع الثاني: تطور نمو عقود الخيار
281	الفرع الثالث: تطور نمو العقود المستقبلية
283	المطلب الثاني: دور تداول المشتقات المالية في بورصة باريس
283	الفرع الأول: تطور نمو رسملة بورصة باريس
285	الفرع الثاني: مكانة سوق الأدوات المشتقة الفرنسية ببورصة باريس
286	الفرع الثالث: مقارنة معدلات نمو كل من سوقي الفورية والأدوات المشتقة
289	المطلب الثالث: مكانة سوق الأدوات المشتقة الفرنسية (MONEP، MATIF) أوروبا
289	الفرع الأول: سوق مشتقات الاتحاد الأوروبي NYSE LIFFE
291	الفرع الثاني: مكانة سوقي MATIF و MONEP أوروبا
296	خلاصة الفصل الرابع
298	الخاتمة العامة
304	قائمة المراجع
322	الملاحق

فهرس الأشكال

25	الشكل رقم (01): شكل يوضح أنواع أسواق رأس المال
55	الشكل رقم (02) : حجم ونمو المشتقات المالية العالمية، وأسواق الأسهم والسندات (تريليون €)
56	الشكل رقم (03): معدل النمو السنوي للمشتقات المالية العالمية، وأسواق الأسهم والسندات من 1995 إلى 2007 (%)
57	الشكل رقم (04): أعمدة بيانية توضح تطور نمو أسواق المشتقات المالية على مستوى العالم
62	الشكل رقم (05): يوضح حجم المشتقات المتداولة بالأسواق الناشئة (مليار دولار)
63	الشكل رقم (06): يوضح العقود المتداولة في أسواق OTC والأسواق المنظمة الناشئة والمتقدمة
64	الشكل رقم (07): يوضح توزيع المشتقات في بعض السواق الناشئة سنة 2010
67	الشكل رقم (08): يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في البرازيل
98	الشكل رقم (09): يوضح الانحرافات في قيمة الأساس
102	الشكل رقم (10): العلاقة بين تباين مركز المتحوط ونسبة التغطية
106	الشكل رقم (11): تقنيات المراجعة باستخدام العقود المستقبلية
108	الشكل رقم (12): يوضح كيفية التعامل بالعقود الآجلة
109	الشكل رقم (13): يوضح عوائد للبائع والمشتري في العقد الآجل
120	الشكل رقم (14): شكل يوضح أنواع عقود الخيار
122	الشكل رقم (15): منحى يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار الشراء
123	الشكل رقم (16): منحى يوضح أرباح وخسائر محرر عقد خيار الشراء
127	الشكل رقم (17): منحى يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار البيع
127	الشكل رقم (18): منحى يوضح أرباح وخسائر محرر عقد خيار البيع
137	الشكل رقم (19): يمثل الأسعار الممكنة للسهم وفقا للنموذج الثنائي لفترة واحدة
138	الشكل رقم (20): القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي لفترة واحدة
138	الشكل رقم (21): الأسعار الممكنة للسهم وفقا للنموذج الثنائي متعدد المدد
139	الشكل رقم (22): يوضح الشكل القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي متعدد المدد
152	الشكل رقم (23): مسار صفقة الخيارات في سوق منظم
154	الشكل رقم (24): منحى بياني يوضح ربح/خسارة عقود خيار الشراء المغطاة
155	الشكل رقم (25): منحى بياني يوضح ربح/خسارة عقود التغطية بخيار الشراء
157	الشكل رقم (26): منحى بياني يوضح ربح/خسارة استراتيجية التغطية بعقود خيار البيع

158	الشكل رقم (27): منحى بياني يوضح ربح/خسارة استراتيجية خيار البيع المغطاة
162	الشكل رقم (28): يوضح أهم أنواع العقود المبادلة
163	الشكل رقم (29): منحى بياني يوضح حجم تداول عقود مبادلة أسعار الفائدة وأسعار الصرف
167	الشكل رقم (30): موقف طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة
171	الشكل رقم (31): مواقف طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة لغرض التحوط
191	الشكل رقم (32): شكل يوضح عملية المراجعة الثلاثية أو المراجعة التقاطعية
235	الشكل رقم (33): البورصات المشكلة لـ NYSE Euronext
236	الشكل رقم (34): يوضح تنظيم السوق الرأس المالي الفرنسي
240	الشكل رقم (35): يوضح كيفية نقل الأوامر في بورصة Euronext Paris
275	الشكل رقم (36): يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013
276	الشكل رقم (37): أعمدة توضح نسب نمو العقود المشتقة المتداولة خلال 2001 إلى 2006
276	الشكل رقم (38): أعمدة توضح نسب نمو العقود المشتقة المتداولة خلال 2007 إلى 2013
277	الشكل رقم (39): يوضح مجموع قيم المشتقات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013
278	الشكل رقم (40): يوضح التغيرات في حجم المشتقات من 2003 إلى 2007
279	الشكل رقم (41): يوضح تغيرات نمو المشتقات خلال الفترة 2008 إلى 2013
280	الشكل رقم (42): يوضح مجموع قيم الخيارات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013 مقومة باليورو
281	الشكل رقم (43): يوضح حجم تداول عقود خيارات الأسهم في MONEP
282	الشكل رقم (44): يوضح حجم العقود المستقبلية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013
284	الشكل رقم (45): رسملة بورصة باريس خلال الفترة من 2001 إلى 2013 مقومة بالأورو
286	الشكل رقم (46): تغيرات معدلات نمو كل من سوقي الفورية والأجلة في بورصة باريس
290	الشكل رقم (47): يوضح معدل نمو قيم المشتقات المتداولة في NYSE LIFFE (2002-2013)
292	الشكل رقم (48): نسب المشتقات الفرنسية على المؤشرات من مجموع المشتقات على المؤشرات في NYSE LIFFE

293	الشكل رقم (49): نسب المشتقات الفرنسية على الأسهم من مجموع مشتقات NYSE LIFFE
293	الشكل رقم (50): نسب المشتقات الفرنسية على السلع من مجموع المشتقات NYSE LIFFE
294	الشكل رقم (51): يوضح مقارنة نمو قيم المشتقات المتداولة بين سوقي الفرنسي و NYSE LIFFE من 2003 إلى 2013

فهرس الجء اول

18	الجدول رقم (01): يبين مستويات السوق الكفاء
34	الجدول رقم (02): المقارنة بين السهم العادي وقيمة الحقوق نتيجة لزيادة قيمة السهم
39	الجدول رقم (03): يوضح نتائج التعامل بين السوق الحاضر وسوق الأدوات المشتقة
68	الجدول رقم (04): يوضح حجم المشتقات المالية المتداولة في السوق المالي الكوري (2007-نصف 2011)، مليار دولار أمريكي
80	الجدول رقم (05): تغطية المركز المستقبلي لشراء الين الياباني
113	الجدول رقم (06): المقارنة بين خصائص العقدين الآجل والمستقبلي
121	الجدول رقم (07): يوضح أرباح وخسائر للطرفين في عقد خيار الشراء
125	الجدول رقم (08): يوضح مستويات السعر السوقي السهم الواحد وأرباح وخسائر الطرفين
143	الجدول رقم (09): يوضح تأثيرات عوامل نموذج بلاك-شولز على قيمة خيار الشراء
150	الجدول رقم (10): تنفيذ أوامر شراء وتحرير خيارات لعدد من المستثمرين
151	الجدول رقم (11): تنفيذ أوامر الإقفال والتنفيذ
154	الجدول رقم (12): مجموعة من سيناريوهات لأسعار السهم في تاريخ التنفيذ
164	الجدول رقم (13): مزايا وعيوب عقود المبادلة
168	الجدول رقم (14): أرباح طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة
168	الجدول رقم (15): أرباح طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة المتغيرة بالمتغيرة
206	الجدول رقم (16): يوضح الأسباب الاقتصادية للأزمة المالية
226	الجدول رقم (17): يوضح أكبر الخسائر لمؤسسات ضخمة نتيجة لمضاربات على المشتقات
231	الجدول رقم (18): عدد أسهم القطاعات الرئيسية في بورصة باريس خلال القرن التاسع عشر
238	الجدول رقم (19): يوضح عدد الشركات المدرجة في كل قسم من السوق الرأس المالي الفرنسي
244	الجدول رقم (20): يوضح تقسيم مقصورات Eurolist حسب رأس مال الشركات
252	الجدول رقم (21): يوضح أهم المؤشرات ببورصة باريس
262	الجدول رقم (22): يوضح خصائص العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة في MATIF
263	الجدول رقم (23): يوضح خصائص عقود الخيار لمعدلات الفائدة في MATIF
264	الجدول رقم (24): يوضح خصائص لأهم العقود المستقبلية للسلع في MATIF
265	الجدول رقم (25): يوضح خصائص لأهم عقود خيارات السلع في MATIF

267	الجدول رقم (26): جدول يلخص خصائص عقود الخيار للأسهم في Monep
269	الجدول رقم (27): يوضح خصائص عقود الخيارات قصيرة وطويلة الأجل في Monep
271	الجدول رقم (28): يوضح خصائص عقود الخيار لمؤشرات EURO STOXX50 & DOW JONES STOXX50 في Monep
272	الجدول رقم (29): يوضح خصائص عقود الخيار للمؤشرات القطاعية DOW JONES STOXX في Monep
273	الجدول رقم (30): يوضح خصائص العقود المستقبلية لمؤشر CAC 40 في Monep
285	الجدول رقم (31): يوضح نسبة المشتقات المتداولة بدلالة رسملة بورصة باريس (%)
289	الجدول رقم (32): يوضح حجم مختلف أنواع المشتقات المتداولة في NYSE LIFFE من 2002 إلى 2013 مقومة باليورو
291	الجدول رقم (33): يوضح نسبة المشتقات المتداولة في بورصة باريس بدلالة المشتقات المتداولة في NYSE LIFFE حسب الأصول محل العقد (%)

فهرس الملاحق

323	الملحق رقم (01): حجم تداول مشتقات OTC لأسعار الصرف في الأسواق الناشئة
324	الملحق رقم (02): حجم تداول مشتقات OTC لمعدلات الفائدة في الأسواق الناشئة
325	الملحق رقم (03): يوضح خصائص عقود الخيار لمؤشر FTSE في بورصة ناسداك دبي
326	الملحق رقم (04): يوضح خصائص العقود المستقبلية لمؤشر FTSE في بورصة ناسداك دبي
327	الملحق رقم (05): يوضح خصائص العقود المستقبلية للأسهم في بورصة ناسداك دبي
328	الملحق رقم (06): يوضح خصائص عقود الخيار للأسهم في بورصة ناسداك دبي
329	الملحق رقم (07): يوضح أسهم الشركات المدرجة في مؤشر FTSE NASDAQ
330	الملحق رقم (08): جدول يبين عقود أسهم المجموعات السابقة وذلك بتاريخ 02 جويلية 2013
331	الملحق رقم (09): جدول يوضح الحجم الكلي لبورصة EURONEXT PARIS مقومة بالأورو
332	الملحق رقم (10): يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من 2001 إلى 2013
333	الملحق رقم (11): يوضح نمو أنواع المشتقات المتداولة في سوق رأس المال الفرنسي (MATIF & MONEP) من 2001 إلى 2013 مقومة باليورو

مقدمة عامة

يعتبر النمو الاقتصادي من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا النمو بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيها منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة أو من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، أو من خلال التمويل المباشر ألا وهي السوق المالي.

أدت التطورات الاقتصادية والوسائل الحديثة إلى نمو سريع في حجم الأسواق المالية وتنوعها بحيث لم يعد الإطار المكاني شرطاً أساسياً لوجودها إذ تجاوزت الحدود المكانية التقليدية، وأضحت الصفقات المالية تعقد بكل سهولة ويسر مهما كان حجمها وبكفاءة عالية.

ويتم التعامل في الأسواق المالية عن طريق أدوات مالية أو ما يسمى بالمنتجات المالية وطبقاً للمفهوم الشامل للمنتج فإن الأداة المالية لا ينظر إليها باعتبارها ورقة مالية ذات خصائص أو ملامح مادية وإنما هي في حقيقتها عبارة عن مجموعة من المنافع أو الإشباعات التي يتوقع أن يحصل عليها المستثمر من وراء اقتنائه لهذه الورقة المالية. وبناء على ذلك يمكن القول أن من يقوم بشراء ورقة مالية إنما يقوم في الواقع بشراء إشباع لحاجة معينة عنده، أو بشراء عدة منافع مثل منفعة الحصول على تدفقات نقدية منتظمة خلال فترة معينة، أو منفعة تحقيق أرباح رأسمالية، أو تقليل المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر من وراء التعامل في أدوات مالية أخرى.

ولكن نتيجة للانفتاح الاقتصادي لأسواق المال تزايد في العقود الأخيرة الاهتمام بإدارة المخاطر المالية وذلك بهدف الحماية من التأثيرات الخارجية للاستثمارات المتحركة عبر الدول. وفي ظل التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة وأسعار العملات والأسهم والسندات. وبالنظر لتداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة أصبح جلياً أنه من الممكن خسارة مكتسبات تنموية تحققت عبر مجهود عقود في مهب الريح بين يوم وليلة إذا لم يتم وضع موضوعية لإدارة المخاطر المالية، ولذلك سارعت العديد من المؤسسات المالية لتطوير مشتقات مالية بهدف حماية أوضاعها الاقتصادية من الانهيار والإفلاس بالرغم أن نفس هذه المشتقات التي يراد بها في كثير من الأحيان التحوط من المخاطر قد تصبح نفسها مصدر خطر وعدم استقرار إذا لم يتم فهم طبيعتها وتجنبها من سوء استخدام المضاربيين والمغامرين الذين يهدفون من ورائها تحقيق أرباح قصيرة المدى.

ومن واقع وجود حاجات غير مشبعة وغير تقليدية ظهرت أهمية وجود المشتقات المالية باعتبارها أدوات مالية جديدة تساهم في إشباع هذه الحاجات لدى المستثمر، ولقد شهدت العقود القريبية الماضية

تطوراً هائلاً في استخدام المشتقات المالية وتعددت الدراسات في الأسواق الأجنبية وحتى العربية والتي تناولت دوافع استخدام المشتقات المالية بالإضافة إلى الأهداف الأساسية من وراء هذا الاستخدام. ومن هنا جاءت فكرة هذه الدراسة لكي تتناول دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال وبالتحديد في السوق الرأسمالي الفرنسي. وعلى هذا الأساس يمكن طرح الإشكالية التالية:

"ما هو دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال؟"

ويتدرج تحت هذا السؤال الرئيسي أسئلة فرعية عديدة سنحاول الإجابة عنها من خلال هذه الدراسة

لعل أهمها:

1. ما دور المشتقات المالية في تطوير أداء أسواق رأس المال؟
2. هل تعتبر المشتقات المالية أداة للتحوط؟ وما هي أهم انعكاساتها؟
3. كيف ساعد تنوع المشتقات المالية في زيادة وتطوير حجم الأسواق؟
4. هل برز دور المشتقات المالية في سوق رأس المال الفرنسي؟

فرضيات البحث:

تحقيقاً لأهداف الدراسة وعلى ضوء المفاهيم النظرية والدراسات ذات الصلة بالموضوع يمكن

صياغات أهم الفرضيات التالية:

1. كان لاستخدام المشتقات المالية دور في رفع كفاءة أسواق رأس المال.
2. تستخدم المشتقات المالية كأداة للربح، التغطية والتحوط ضد مخاطر سوق رأس المال إلا أنها تتمتع بقدر كبير من المخاطرة، إذ أنها كانت إحدى أهم الأسباب التي ساهمت في انتشار الأزمات المالية
3. تعد المشتقات المالية بمختلف أنواعها صورة من صور الأدوات المالية المبتكرة، وقد ظهرت لإشباع حاجات لا تقدمها الأدوات المالية التقليدية والتي يتم تداولها في أسواق رأس المال الآجلة.
4. يعتبر استخدام سوق رأس المال الفرنسي للأدوات المشتقة ذات أهمية كبرى في تطوير أدائها.

تحديد إطار البحث:

يتناول موضوع دراستنا مقارنة المشتقات المالية ودورها في تمويل أسواق رأس المال وبالتحديد

في الأسواق الآجلة، وهي من الأدوات المالية التي ظهرت حديثاً والتي تزايد استخدامها وتداولها في

معظم الأسواق المالية حول العالم.

أسباب اختيار هذا الموضوع:

يرجع اختيارنا لهذا الموضوع إلى مجموعة من الدوافع التي نوجزها في النقاط التالية:

- ✓ تدخل موضوع الدراسة في هذا الموضوع في صميم التخصص.
- ✓ الأهمية البالغة التي يكتسبها مثل هذا الموضوع في الوقت الحالي مع تزايد أهمية الأسواق المالية من جهة، وتفاقم المخاطر المرتبطة بها من جهة أخرى، والتي من شأنها تهديد اقتصاديات دول وليس فقط تهديد مؤسسة أو بنك معين.
- ✓ يعد موضع المشتقات المالية إحدى المواضيع قلما يتم الدراسة بالرغم من أهميتها الكبيرة، حتى وان تم التطرق إليها فكانت بصفة عامة وغير معمقة.

أهمية البحث:

وتكمن أهمية البحث لهذه الدراسة في كون المشتقات المالية من الأدوات المالية الجديدة التي تساهم في إشباع الحاجات لدى المستثمر سواء من حيث الربح أو إدارة المخاطر التي يتعرض لها ، ولقد شهدت العقود القريبية الماضية تطوراً هائلاً في استخدام المشتقات، وذلك لأنها من أبرز ما تستخدمه المؤسسات المالية اليوم لحماية مصالحها من الأخطار التي تواجهها، أو لزيادة محافظها الاستثمارية.

أهداف البحث:

- نسعى من خلال هذه الدراسة التوصل إلى عدد من الأهداف التي يمكن توضيحها من خلال ما يلي:
1. محاولة التعرف على أهم الجوانب المتعلقة بالمشتقات المالية ودورها في أسواق رأس المال.
 2. التعرف على مدى سهولة التعامل بالمشتقات المالية وكيفية تنظيم تداولها في أسواق رأس المال.
 3. التعرف على دور وأهمية المشتقات المالية في أسواق رأس المال من خلال دراستنا للسوق الفرنسي وتأثير الأدوات المشتقة عليه.

المنهج والأدوات المستخدمة في البحث:

- تكيفاً مع متطلبات الموضوع وطبيعة المعلومات التي يتناولها انتهجنا مناهج مختلفة في معالجة الإشكالية المطروحة حيث اعتمدنا في ذلك على:
- المنهج الوصفي: فمن خلال هذا المنهج قمنا بإلقاء الضوء على المفاهيم الأساسية لأسواق رأس المال والمشتقات المالية.
 - المنهج التاريخي: تم الاستعانة به في تتبع أهم المحطات التي عرفها تطور نشأة الأسواق المالية والمشتقات المالية.

• المنهج التحليلي: اتبعناه في استخلاص أهم جوانب التغيرات المتعلقة بعقود المشتقات المالية من حيث تسعيرها وتقييمها ، وكذا استخدمناه في تحليل المنحنيات المختلفة المستخدمة لتوضيح الدور الذي لعبته المشتقات في السوق المالي العالمي بصفة عامة والفرنسي بصفة خاصة.

محتويات البحث: و

:

الفصل الأول: يشمل الجوانب النظرية المتعلقة بالمفاهيم المختلفة لأسواق رأس المال والمشتقات المالية وذلك من خلال ثلاث نقاط مهمة كل في مبحث مستقل، أولى المباحث سيتم التطرق إلى مفهوم الأسواق المالية بتعريفها وتطورها، والوظائف المختلفة التي تقوم بها ومختلف عناصرها وأطرافها المتعاملة فيها، بالإضافة إلى كفاءتها. كذا سنتطرق إلى سوق رأس المال سواء من حيث أنواعها ومختلف الأدوات المالية الاستثمارية المتداولة فيها سواء أن كانت الأدوات تقليدية أو حديثة. أما المبحث الثاني سندرس فيه الجوانب المختلفة للمشتقات المالية من تعريف وخصائص والمتعاملين بها، وكذلك التطرق إلى الهندسة المالية من تعريف وتطورها. وسيتم التطرق أيضا لأنواع أسواق المشتقات من حيث نموها وتطورها. والمبحث الثالث جاء بعنوان تطور أسواق المشتقات المالية وفيه سنوضح لنمو الأسواق العالمية للمشتقات المالية، وكذا المشتقات المالية في الأسواق الناشئة وتجربة بعض الدول النامية في تداول هذه الأداة.

الفصل الثاني: وفيه سنتطرق لأهم أنواع المشتقات المالية وهي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة وعقود الخيار من خلال أربعة مباحث، وذلك بتعريف كل نوع على حدى وتنظيم تداولها واستراتيجياتها وتسعيرها.

الفصل الثالث: جاء بعنوان دور استخدامات المشتقات المالية وانعكاساتها على أسواق رأس المال وفيه سيتم تقسيم هذا الفصل لثلاث مباحث، ففي المبحث الأول سنتطرق إلى استخدامات المختلفة للمشتقات المالية من إدارتها للمخاطر والمضاربة والمراجحة وكذا استخدامها في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر والرفع من كفاءته. أما المبحث الثاني سنتناول فيه المخاطر المتعددة التي يتعرض إليها مستخدمي المشتقات وكيفية إدارتها. والمبحث الأخير يتمحور حول مساهمة الأدوات المشتقة في خلق الأزمات المالية.

الفصل الرابع: وهي دراسة حالة إحدى أسواق الدول التي تتعامل بالمشتقات المالية وهي سوق رأس المال الفرنسي، ومدى تأثير تداول هذا النوع من الأدوات عليها، فيها سينقسم الفصل إلى ثلاث

مباحث. ففي المبحث الأول سنتعرف على سوق رأس المال الفرنسي والذي يطلق عليه NYSE EURONEXT PARIS، من حيث نشأته، تنظيمه، أقسامه ومختلف المنتجات المالية المتداولة بها. أما المبحث الثاني وفيه سنتحدث عن تنظيم سوق المشتقات الفرنسي والذي يطلق عليه أيضا اسم NYSE LIFFE PARIS، وخصائص الأدوات المشتقة المتداولة بها. وفي المبحث الأخير سنتعرف عن دور تداول المشتقات المالية في تمويل بورصة باريس من خلال حجم تداولها ومقارنتها مع الأسواق الإتحاد الأوروبي للمشتقات.

الدراسات السابقة:

وقد تم تناول موضوع الدراسة بعض الدراسات والرسائل العلمية والمقالات التي يمكن اعتبارها في نفس السياق، ومنها:

1. دراسة: يسري حسين خليفة بعنوان "العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية": تتناولت هذه الدراسة العوامل المؤثرة على قرار استخدام المشتقات المالية، وقد بدأت الدراسة باستعراض مفهوم الهندسة المالية، ومجالات تطبيقها والتي شملت تقديم أدوات مالية مبتكرة، تطوير أساليب مالية مستحدثة، وتقديم حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل تمويلية، وهي عبارة عن دراسة تطبيقية لمجموعة من العوامل الدافعة لظهور عمليات الابتكار المالي. فقد اختار مجموعة من المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة مدى تأثيرها على قرار تبني استخدام المشتقات المالية وهي درجة الرفع المالي، مجموع الأصول، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة التداول، ونسبة التوزيعات النقدية. حيث تمثل درجة الرفع المالي، وحجم المنشآت للتعبير عن حالة العسر المالي، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للتعبير عن فرص الاستثمار المتوقعة، ونسبة التداول للتعبير عن موقف السيولة، ونسبة التوزيعات النقدية للتعبير عن سياسة توزيعات الأرباح بالمنشأة. وتوصل الباحث في هذه الدراسة على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من: درجة الرفع، حجم المنشأة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، درجة السيولة و نسبة التوزيعات النقدية، وبين قرار تبني استخدام المشتقات المالية. ومن خلال دراستنا سنحاول التعرف على أهمية الاستخدامات المختلفة للمشتقات المالية من أسبابها وطرق تقييمها وكذا تأثير هذا الاستخدام على المنشآت والأسواق ككل.

2. دراسة: سرارمة مريم بعنوان "دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية" وهي عبارة عن مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، وعالجت الباحثة من خلال هذه الدراسة

المشتقات المالية والتوريق ودورها الكبير في زيادة المخاطر وتفاقمها مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة المالية 2008. واستخلصت الباحثة أن التطور الكبير في حجم المشتقات المالية والاستخدام الواسع لتقنية التوريق أدى إلى قطع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي و تضخيم الاقتصاد الوهمي، مما جعل الاقتصاد العالمي في حالة من اللاتوازن. كما أن استخدام هذه المنتجات وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها جعلها من أهم وأبرز الأسباب التي أدت إلى إحداث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. في حين سنتعرف من خلال دراستنا على الاستخدامات المختلفة للمشتقات المالية وانعكاساتها، كما تطرقنا لأهميتها ودورها في السوق المالي من حيث كيفية استخدامها لإدارة المخاطر ودورها الكبير في تقديم السيولة لها.

3. دراسة: سميرة محسن بعنوان "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة بنك BNP PARISBAS" وهي عبارة عن مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، وفيها قامت بمعالجة فعالية تغطية مخاطر السوق المالية باستعمال عقود المشتقات من خلال دراستها لحالة البنك الفرنسي والمخاطر التي يتعرض لها وتغطيتها لهذه المخاطر باستخدام المشتقات. وفي هذه الدراسة استنتجت الباحثة بأنه وبالرغم من الهجوم المستمر على المشتقات المالية باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها. غير أنها تحقق للمصارف العديد من المزايا، فيجب أن تستخدم بأسلوب متدبر و يتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات الاحتياط فحسب وإنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات (مخاطر السوق، المخاطرة الائتمانية، المخاطرة القانونية والتنشغيلية). وهي مخاطر لا تختلف كثيرا عن المخاطرة ذاتها المرتبطة بالأدوات المالية التقليدية. إلا أن درجة التعقيد والتنوع في المشتقات، يجعل قياس مخاطرها والسيطرة عليها أصعب، بل وأكثر أهمية من الأدوات المالية التقليدية نفسها. أما في هذه الدراسة سيتم التطرق لمختلف أساليب المشتقات المالية ليس فقط للتحوط وإنما للمضاربة والمراجحة، وتأثير هذا الاستخدام على السوق المالي.

4. دراسة: Randall Dodd بعنوان "Derivatives Markets: Sources of Vulnerability in U.S. Financial Markets" وتطرق في هذه الورقة البحثية لمختلف المخاوف الاقتصادية الأمريكية التي تشكلها أسواق المشتقات المالية، أولها توسع النشاط المخاطرة بها من خلال تعزيز كفاءة المعاملات والهديونية كما أنها تقلل من تكلفة التحوط. وثانياً تمكن أسواق المشتقات من توفير فرص جديدة للأنشطة الهدامة مثل

الغش والتلاعب، وكذا التلاعب بالقواعد المحاسبية والتهرب أو تجنب الضرائب. والإشكالية الثالثة تطوي على خلق أنواع ومستويات مخاطر ائتمان جديدة كمشتقات OTC فمخاطر الائتمان الجديد لا تخضع لمتطلبات الهامش. ورابعا الخوف من مخاطر السيولة، خصوصا في سوق مبادلات أسعار الفائدة، والتي هي عرضة لمشاكل الجدارة الائتمانية لواحدة أو أكثر من المشاركين في السوق الرئيسية. خلصت نتيجة الباحث بأن النمو الهائل لأسواق المشتقات في السنوات الأخيرة يعتبر مصدرا رئيسيا للضعف في النظام المالي الأمريكي والاقتصاد ككل، لأن هذا النمو كان حتى خلال فترة الانكماش الاقتصادي لسوق الأسهم والركود الاقتصادي. وهذا ما بين فشل النظام الرقابي في الولايات المتحدة في مواكبة هذا التطور سوق مهمة جدا. واستنتج أن الركائز الثلاثة للوائح الاحترازية - تسجيل والإبلاغ المتطلبات، متطلبات رأس المال والضمانات وتنظيم قوانين السوق - بمثابة بداية لوضع النظام المالي في الولايات المتحدة مرة أخرى على أساس مستقر. أما دراستنا فتتضمن المخاطر المختلفة التي يتعرض إليها مستخدم المشتقات مع إدارة هذه المخاطر لمحاولة تجنب الخسائر الكبرى التي قد تعترضه، وكذا دراسة المشتقات في سوق رأس المال الفرنسي وتأثيرها عليه.

الفصل الأول

مدخل عام حول أسواق رأس المال

والمشتقات المالية

تمهيد

تعد الأسواق المالية Financial Markets المتطورة عنوانا للتقدم الاقتصادي، ويقدر تطورها يكون تطور الأنظمة الاقتصادية والتجارية والصناعية، ولذلك اهتمت مختلف الدول بزيادة مستوى كفاءة تلك الأسواق من خلال مختلف البحوث والدراسات حولها، كما حاولت إدخال أنظمة متقدمة جدا للربط والاتصال بين مختلف الأسواق حول العالم.

فمنذ بداية 1970 وعلى نحو متزايد في 1980 و 1990، وأصبح العالم مكانا أكثر خطورة إذ اتسعت به تقلبات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف وأسواق السندات والأسهم. نتيجة لهذه التطورات، أصبح على مديري المؤسسات المالية إيجاد الحلول للتقليل من المخاطر التي تواجهها، و نظرا لزيادة الطلب على الحد من المخاطر، جاءت عملية الابتكار المالي من خلال إنتاج الأدوات المالية الجديدة التي تساعد مديري المؤسسات المالية على إدارة المخاطر بشكل أفضل. ومن بين هذه الأدوات المشتقات المالية، ذات عوائد مرتبط بالأوراق المالية الصادرة.

ومن بين الأدوات المالية المشتقة التي تستخدم للحد من المخاطر: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، الخيارات، وعقود المبادلة. وذلك سنرى في هذا الفصل ليس فقط كيفية عمل هذه أسواق بصفة عامة، بل أيضا كيف يمكن استخدامها من قبل المؤسسات المالية ومختلف المتعاملين لإدارة المخاطر المختلفة، وأيضا كيف أصبحت مصدرا مهما للحصول على الأرباح من خلال الرافعة المالية التي تعتبر أهم خاصية تتمتع بها. وسنتطرق إلى التطور والنمو في الأسواق المالية العالمية وأهم أسباب هذا التطور، وكيف تولد عن هذا الاستخدام الواسع والسيئ عدة مخاطر التي يتعرض لها متعاملي الأدوات المالية المشتقة و كذا علاقتها بمختلف الأزمات المالية.

لذا سنحاول في هذا الفصل مناقشة المفاهيم المختلفة لأسواق رأس المال والمشتقات المالية معتمدين في ذلك على المباحث الثلاثة التالية:

المبحث الأول: ماهية أسواق رأس المال

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية

المبحث الثالث: تطور أسواق المشتقات المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق رأس المال

وجب علينا دراسة الأسواق المالية قبل التطرق إلى أسواق رأس المال باعتبارها إحدى أنواع الأسواق المالية. فتم تناول في هذا المبحث ثلاث مطالب، فالمطلب الأول يتحدث عن تعريف الأسواق المالية ونشأتها ووظائفها وأهم عناصرها، أما عن المطلب الثاني فتطرقنا إلى كفاءة الأسواق المالية. والمطلب الأخير يتحدث حول أنواع أسواق رأس المال ومختلف أدواتها المتداولة بها.

المطلب الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية، ووظائفها وعناصرها

وهنا لا يشار للأسواق المالية كمكان وإنما كمجموعة من المؤسسات والعلاقات التي من خلالها يقوم السوق بأداء دوره المحوري في الاقتصاد المعاصر إذ يمثل قناة الربط بين الإدخارات المتدفقة من العوائد والأعمال باتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الاستثمار والاستهلاك ولذلك فالسوق المالي يمثل قلب النظام الاقتصادي، وسنتطرق بالتفصيل لمفهوم السوق المالي ووظائفه المختلفة وعناصره في ها الجزء.

الفرع الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية

سنتطرق في هذا الجزء إلى تعريف الأسواق المالية ونبذة عن تاريخ نشأتها والمراحل المختلفة التي مرت بها، وكذا سنتناول إلى وظائف الأسواق المالية وعناصرها.

أولاً. تعريف الأسواق المالية: لم يقف الباحث خلال رحلته الطويلة على تعريف جامع للأسواق المالية رغم ما لهذه السوق من خصوصية وأهمية كبيرة. فقد عرف البعض سوق المال بأنها الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية (1). إلا أن هذا التعريف يفتقر إلى التوضيح وخلا من التبيين لذلك هو يعتبر قاصراً.

كما عرفت بأنه المكان الذي يتم تداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، تنظمه قوانين وأنظمة تضمن إتمام المبادلات بيعاً وشراءً بسرعة وسهولة وأمان (2). إلا أن هذا التعريف يقتصر على المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية أي البورصة وهي تعتبر جزء من الأسواق المالية.

أما التعريف التالي أبرز أهم وظائف سوق المال إلا أنه أغفل جوانب أخرى تمس جوهر السوق. حيث عرف سوق المال بالآتي: "فهي تساعد على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين" (3).

(1) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، (دار النشر للجامعات، مصر، 2005) ص 19

(2) رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية النقدية، (دار المعترف، الأردن، 2005)، ص 11

(3) صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية، (مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000)، ص 20

كما عرفت السوق المالية بأنها تلك الآلية الائتمانية التي تمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع

إدخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال "الإنتاجية وغير الإنتاجية" (1). واقتصر هذا التعريف على ذكر الائتمان دون أدوات الملكية

تعريف شامل: "السوق المالي هي وسيلة (تنفي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون) (2) وتعامل هذه السوق في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذون الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، تعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دورا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي. فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية". (3)

نستنتج من خلال التعريف عدة أمور منها :

الأمر الأول: موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال، وبه توصف فيقال سوق المال. والمال في اصطلاح المختصين في شؤون الأسواق المالية يقصد به المال في صورته النقدية فعلى ذلك لا تدخل أسواق السلع مثل: الذهب والمحاصيل الزراعية في مفهوم السوق المالية (4).

الأمر الثاني: تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في نقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (الوحدات ذات الفائض) إلى الفئات التي لديها عجز في الأموال (الوحدات ذات العجز) (5).

الأمر الثالث: تؤدي السوق المالية وظيفتها هذه من خلال أدوات مالية معينة طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات وقصيرة الأجل كالأوراق التجارية حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال هذه الأدوات وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي، فتحصل منها _ مقابل هذه الأدوات _ على احتياجاتها المالية.

الأمر الرابع: تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات وهي ما تعرف بسوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذون الخزينة، وشهادات الإيداع وهي ما تعرف بسوق النقد.

(1) مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية_ بورصات و مشكلاتها في عالم النقد والمال - ، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2003)، ص 16 .

(2) هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، (دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003)، ص 58

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 21

(4) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، (دار كنوز اشبيليا، السعودية، 2005)، ص 36

(5) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (بورصة)، (دار أسامة، الأردن، 2008)، ص 81

الأمر الخامس: يتم في السوق المالية إصدار وتداول الأصول المالية بنوعيتها، الأصول التي تعبر عن الملكية كالأسهم والأصول التي تعبر عن المديونية كالسندات وأنواع من القروض التي تصدر في شكل

أدوات مالية قابلة للتداول كالأوراق التجارية وشهادات الإيداع (1).

ثانياً. نشأة الأسواق المالية: وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتبعاً لتغير احتياجات الأفراد ولارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم (2). وبناء على ذلك تطور مفهوم السوق، فلم يعد يقتصر على المكان المعين، بل تجاوز ذلك ليشمل كل تبادل للسلع وغيرها، حصل بطريق مباشر أو غير مباشر. ونتيجة لكبر حجم الإنتاج وازدياد حجم التبادل التجاري تبعاً لذلك، ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المراد الغذائية، أسواق السلع المعمرة وأسواق الذهب... ثم ظهرت بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية وهي التي تعرف بالبورصات (3). ويتطلب إجراء المعاملات المالية بكفاءة وجود أجهزة وساطة مالية (أي كانت طبيعتها)، وتعتبر البنوك أول ما عرف من أجهزة الوساطة المالية، ومن ثم فلها تاريخ طويل من حيث تنوع الأدوات والخدمات المالية في المجال المحلي أو الدولي. وفي أثناء هذه التطورات انهارت بعض البنوك وتم إحلال البعض الآخر بمؤسسات تعمل عند مستوى مخاطر عالية، ولكن -أيضاً- في ظل تحقيق أرباح عالية، وتبع ذلك ظهور المنافسين القادمين للبنوك وهي الشركات المالية (4).

ولكن لا بد في البداية من الرجوع إلى فكرة مهنة الصرافة أي بيع العملات ببعضها، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يكونون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع في اليونان بعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية. ولكن مع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي اندثرت هذه المهنة، لكنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الإيطالية كجنوة، فينيسيا وفلورنسا بفضل تجارتها مع الشرق واحتلت مركزاً مرموقاً على الصعيد الاقتصادي الدولي، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة (5).

(1) مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 37، 38.

(2) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، (دار وائل للنشر، الأردن، 2004)، ص 59.

(3) مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 53.

(4) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، (دار الفكر، الأردن، 2010)، ص 58.

(5) زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، (دار النفائس، الأردن، 2008)، ص 33.

ولقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالايطالية **المصرفيون** بعد ذلك احتلت مدينة بروج البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجمع أكبر ست عائلات العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء ومن ثم كتابة بواليص التامين، إضافة إلى ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود. أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله، كان يدعى **فان بورص Van bourse** ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع و الخدمات بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة ... (1). وبذلك يكون لفظ بورصة أتى ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه كبار التجار والمتعاملين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية.

ويعود تاريخ إنشاء أول بورصة في أنقرس عام 1536، ثم في مدينة أمستردام عام 1608 ثم في لندن عام 1666 وفي باريس في 1808 واستمر تطور البورصات العالمية إلى يومنا هذا والتي من أشهرها بورصة وول ستريت وبورصة طوكيو وبورصة الاورونكست.(2)

كما ارتبط ظهور الأسهم بالتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء المشروعات الكبيرة، التي تعجز الموارد المالية للأفراد عن توفير الأموال اللازمة لها حيث ظهرت شركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين، عن طريق قسمة رأس المال للشركة إلى أسهم متساوية القيمة، يكتب فيها أولئك المساهمين. أما السندات فقد ارتبط ظهورها بتوسع الدول في المشاريع تنموية، والإنفاق على الحروب، حيث كانت إحدى الوسائل التي لجأت إليها الحكومات للاقتراض من جمهور الناس كما لجأت إليها الشركات لزيادة أموالها، توسيع أعمالها. وبذلك أصبحت هذه الأسهم والسندات سلعة كبقية السلع يتداولها الناس فيما بينهم، وكان ذلك يتم في بادئ الأمر في الأماكن العامة بل وعلى قارعة الطريق، فلما كثر عدد المتعاملين بهذه الأوراق أنشؤوا أماكن خاصة لاحتياجاتهم أطلق عليها بورصة الأوراق المالية(3).

وقد مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الحالي بعدة مراحل يكمن تلخيصها بالآتي:

المرحلة الأولى: وقد تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، و ارتفاع

نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... إلخ. مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وأدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة فأصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطر اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة(4).

(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 9.

(2) صلاح الدين حسين السيمسي، بورصات الأوراق المالية، (عالم الكتب، مصر، 2003)، ص5

(3) مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 54

(4) جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية و النقدية، (دار صفاء، الأردن، 2002)، ص 18

المرحلة الثانية: بدأت بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي لذلك أصبحت

القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها(1).

المرحلة الثالثة: وبدأت فيها ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجياتها لتمويل المشاريع المختلفة. أما البنك المركزي فهو يقوم في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة ويزيد رقابته على نشاط البنوك للحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي(2).

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي، وبداية ظهور أسواق الثانوية لتبادل هذه الأوراق (البورصات).(3)

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية، بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، و تمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية والعامة فيها. في هذه المرحلة تنتقل منها و إليها رؤوس الأموال المختلفة وذلك بفضل التقدم التكنولوجي وزيادة الاتصالات وزيادة المبادلات بين البلدان المختلفة (4)، كما يتم تدويل المحافظ الاستثمارية إذ يسعى المستثمرون والمؤسسات إلى التنويع الجغرافي لمحافظهم الاستثمارية لتقليل المخاطر وخاصة الأسواق الأوروبية التي تعتبر أكثر جاذبية نظرا لتوسع سوقها المالي وخاصة المستثمرين من الدول العالم الثالث. وكما ظهرت في هذه المرحلة عدة مؤسسات ضخمة وبصورة متزايدة و تحتل مركزا مهما في الأسواق المالية مثل مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار والتي ساعدت على زيادة مخاطر تقلبات الأسعار في هذه الأسواق، مما أدى إلى ظهور أسواق المشتقات والتي تسمح بالتحوط من هذه المخاطر.(5)

(1) مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 54

(2) خليل الهندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، (المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000)، ص ص 26، 27

(3) صلاح الدين حسين السيمسي، مرجع سابق، ص 8

(4) خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 27

(5) Josette Peyrard, La bourse, (Vuibert, Paris, 7e édition, 1998), P 14, 15.

الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية دوراً هاماً في التنمية الاقتصادية، وقد تزايدت أهميتها دورها مع نمو نطاق الصناعة والتجارة والخدمات والبنية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تقدمه من وظائف وما تزاوله من نشاط. وتتيح الأسواق المالية التطبيق الأمثل لقانون العرض والطلب نظراً لتوفير المنافسة الحرة بين البائعين والمشتريين مما يحقق السعر العادل للسلع، كما تعتبر أيضاً مؤشراً ومقياساً لحقيقة الوضع الاقتصادي في حالات الرواج والكساد.

وتؤدي الأسواق المالية وظيفتين أساسيتين وهما:

أولاً. الوظيفة الأولى الاقتصادية (التعبوية): وتتلخص في تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، حيث يحقق المقرضون عائداً من أعمالهم ويدخرون جزءاً منه لاستخدامه في المستقبل، ويستطيعون تحقيق عائداً على هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه، أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية إلى أشخاص آخرين يرغبون في الحصول على موارد حقيقية من خلال شرائهم للمعدات والآلات والاستفادة من خدمات القوى العاملة والأراضي... الخ. مما يحقق تدفق الموارد الحقيقية إلى المقترضين وبعيداً عن المقرضين. كما أن المقرضين سيحصلون على دخل أكبر ومستوى استهلاكي أكبر إذا رغبوا في ذلك عندما يحين ميعاد استحقاق أموالهم التي قدموها إلى المقرضين (1).

إذن فالأسواق المالية بحكم وظيفتها تعتبر كهمزة وصل بين مدخرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية حيث تعمل بجميع مؤسساتها كآلية أو أداة لخلق روافد مستمرة من التدفقات المالية من ذوي الفائض من الأفراد والمؤسسات الاقتصادية في المجتمع، لتلبية احتياجات المشروعات الإنتاجية من هذه التدفقات لسياسة معينة وعبر أشكالها وأنواعها وأنماطها. (2)

ثانياً. الوظيفة الثانية التمويلية: تعمل الأسواق المالية على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي يتوافر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية.

فالوحدات الاقتصادية لن تستطيع بدون الأسواق المالية تنفيذ برامجها الاستثمارية في حدود حجم مدخراتها المالية. مما يعني تأجيل هذه الاستثمارات لحين تحقيق مدخرات كافية من دخلها المادي، وفي ذلك الوقت قد يكون هناك مدخرات لدى وحدات اقتصادية أخرى ولكن ليس لديها فرصة استثمارية متاحة، مما يعني بقاء هذه الأموال عاطلة. وبذلك تحقق الانسياب المستمر من وحدات ذات فائض إلى

(1) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، (دار زمزم، الأردن، 2009)، ص 25.

(2) محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 15.

وحدات تعاني من العجز، كما يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد القومي وزيادة معدل النمو الاقتصادي(1).

قد تعتبر البنوك التجارية من أهم مصادر التمويل لدى المؤسسات إلا أنها تعزف عن التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى وذلك لعدة أسباب منها:

– تجنب الآثار التضخمية لمثل هذا التمويل، إذ لو قامت البنوك بذلك لأدى إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وإحداث موجات تضخمية خاصة وان هذا التمويل سيأخذ شكل القروض طويلة الأجل التي

لا يقابلها زيادة مماثلة في الناتج القومي، ولا تمتص السيولة الناتجة عن ذلك إلا بعد فترة طويلة.

– مشكلات المخاطرة التي ستعرض لها البنوك التجارية من هذه القروض الطويلة الأجل، كمخاطر الإفلاس، ومخاطر تهريب الأموال إلى الخارج ومخاطر تصفية المنشآت المقترضة.

ولذلك فالمشروعات الاقتصادية الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة تقوم بطرح بعض

الأصول المالية للمشروعات في صورة أسهم أو سندات للاكتتاب العام في السوق المالي لتمويلها(2).

وبصفة عامة قد لا تكون هناك فروقات حاسمة بين الوظيفة الاقتصادية والوظيفة التمويلية لأسواق المالية إلا أنه يمكن القول أنه إذا تأثرت الموارد الحقيقية من خلال هذه الأسواق فإننا نكون بصدد الوظيفة الاقتصادية، أما إذا حدث تأثير بسيط على تخصيص الموارد الحقيقية من خلال عمليات انتقال الأموال فإننا نكون إزاء الوظيفة التمويلية لهذه الأسواق(3).

لذلك تنبثق من وظيفتي التعبئة والتمويل للأسواق المالية الوظائف التالية:

1. تعبئة النقود (الإدخارات وتحويلها إلى استثمارات): فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة لرأس المال، والتي تتوقف بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار، فهذه المشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تتحقق من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين(4).
2. توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود السوق المالي من انتظام في التعامل و معرفة بالأسعار وكبير عدد المتعاملين، مما يؤدي إلى زيادة حجم التعاملات، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي.

(1) محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 26.

(2) محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص 28.

(3) محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 26.

(4) أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة البنينة والتكامل الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان من 20 إلى 22 سبتمبر 2004، ص 461.

3. توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها، حيث يساعد وجود سوق مالي ناجح ومتطور في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية، وذلك للمدى الذي
- تسمح به القوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي. (1)
4. المحافظة على الثروة وتنميتها: إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا يستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها العكس تولد إرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يفتتها.
5. تسهيل الحصول على السيولة: فالسوق المالي وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة إليها. (2)
6. المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:
- أ. التأمين: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق و السرقات و تأمين السيارات...، وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي.
- ب. التنوع: أي تنوع مجالات الاستثمار عملا بالمبدأ القائل "لا تضع جميع ما تملكه من البيض في سلة واحدة" ومؤده أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنوع.
- ج. التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار الأصول المالية التي قد تسود في المستقبل وذلك للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار . وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيرا إذ انه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.
7. المساعدة على تنفيذ السياسة النقدية : و ذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك هنا أسلوب عمليات السوق المفتوحة فمثلا لو أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فانه يسحب جزء من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات الخزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية. وإذا أراد مكافحة الركود يضح في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى (3).

(1) رايس حدة، جمال لعمارة، " تحديات السوق المالي الإسلامي " الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات_دراسة حالة الجزائر والدول النامية_ يومي 21-22 نوفمبر 2006 جامعة بسكرة، ص4.

(2) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007)، ص 10.

(3) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 10، 11

8. الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا.
9. تعتبر السوق المالية أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة ما دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسن مركزها(1).

الفرع الثالث: عناصر الأسواق المالية

عملية تحويل الأموال من المالكين -الزائدة عن حاجتهم- إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال وسطاء في السوق، ومن خلال هذه العملية يتم تحديد أركان السوق المالي التي تقوم على ثلاثة أركان أساسية وهي:

- فئة المقرضين أو المستثمرين
- فئة المقرضين أو المصدرين
- فئة الوسطاء

ومن خلال هذه الفئات تتم عملية انسياب الأموال ممن يملكون و يرغبون في استثمارها إلى من هم بحاجة لهذه الأموال و قد تنساب هذه الأموال إما بصورة مباشرة (إصدارات مباشرة أو القروض) أو بصورة غير مباشرة عبر فئة الوسطاء.

أولاً. فئة المقرضين أو المستثمرين : تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ويقصد بفئة الأفراد هم الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ويقصد بالمؤسسات المالية : البنوك ومكاتب السماسرة وشركات والاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير، أو بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة(2). هذا ومن الجدير بالملاحظة انه بمقدور هذه المؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية مهما اختلفت أداة الاستثمار التي تستخدمها، إذا ما توفرت بعض العوامل المهمة منها:

- معدل الفائدة المتوقع على الاستثمار معقولة و مقبولة.
- عامل الأمان.
- عامل السيولة.
- تاريخ الاستحقاق.(3)

(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 83

(2) جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص 24

(3) رسمية احمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 37

ثانياً. **فئة المقرضين أو المصدرين:** وهي تمثل فئة الأفراد التي تقل دخولهم النقدية من احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع. وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال و لكنه يشترط في مصدر الورقة المالية، أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسة أو شركة استثمارية وإما بطريقة الاقتراض المباشر وهنا يمكن _بالإضافة إلى المؤسسات_ الأفراد أيضا الاقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر (1). ويمكن أن يكون المقرض هنا فرد أو مؤسسة، ولكن يجب أن نثبت في العقد المبرم بين المقرض والمقرض جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمة الاسمية، ومدته، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ استحقاق سداد القرض.

ثالثاً. **فئة الوسطاء الماليين أو الوكلاء:** يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين

جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظمتها وتعليماتها (2). وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية. وفي كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم في النظام الداخلي على حسب النشاط و الخدمة التي يؤدونها (3). وتضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي:

- السماسرة

- صانعو السوق

- متعهدو تغطية الإصدارات المالية

1. **السماسرة:** السماسر هو وسيط في الأسواق المالية، ويعمل كوكيل للمستثمرين عند شراء أو بيع

الأوراق المالية فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المستثمرين مقابل

الحصول على عمولة وتكون العمولة المتفق عليها، تكون غالباً نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي

تبرمها (4). فعندما يقوم الوسيط المالي بدور السماسر يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي

يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء

تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر والتي تكون في أغلب الأحيان محكمة

بعنصرين هما:

أ. **سعر التنفيذ:** ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسماسر ليعمل له عند تنفيذ الصفقة سواء يبيعاً أو شراءً.

(1) جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص 24

(2) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية _ (دار وائل للنشر، الأردن، 2004)، ص 185

(3) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 133.

(4) مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، (مطبعة مزوار، الوادي، 2007)، ص 50.

ب. وقت التنفيذ: و يقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلولها بتنفيذ الصفقة سواء بيعاً أو شراء (1).

ووفقاً لما تقدم تتخذ تلك الأوامر صوراً كثيرة ويمكن تصنيف الأوامر من عدة زوايا أهمها ما يلي:
أ. من حيث طريقة تحديد الأسعار: يمكن تصنيف الأوامر من حيث طريقة تحديد الأسعار إلى ما يلي:
- الأمر المحدد: وفيه يحدد العميل للوسيط مسبقاً السعر الذي يجب أن يبيع أو يشتري به فيحدد السعر الأدنى في حالة البيع وبالأعلى في حالة الشراء.

- أمر السوق: ولا يحدد فيه صاحب العميل للوسيط السعر وإنما يترك ذلك له والذي يقوم بدوره بالشراء أو البيع بأفضل الأسعار. ولذا، يطلق على هذا النوع من الأوامر أوامر السعر الأفضل. ويفضل الوسيط في هذه الحالة تنفيذ الأمر عند استلامه. ويعتبر أمر السوق أكثر الأوامر شيوعاً في أسواق الأوراق المالية بل إن نسبته تمثل 85% من حجم أوامر السوق مجتمعة.

- الأمر بسعر الإفتتاح: وفيه يتم تنفيذ الأمر بأول سعر للورقة المطلوبة عند افتتاح التعامل .
- الأمر بسعر الإقفال: وفيه يتم تنفيذ الأمر بأخر سعر للورقة المطلوبة قبل إقفال السوق بنصف دقيقة.
- الأمر بسعر محدد: وفيه يحدد صاحب الأمر للوسيط السعر المطلوب الشراء أو البيع به.

ب. من حيث مدة سريان الأمر: يمكن تصنيف الأوامر من حيث مدة سريان الأمر إلى ما يلي:
- الأمر ليوم واحد: وهو الأمر الذي تنتهي مدة سريانه تلقائياً بنهاية يوم العمل الذي صدر خلاله. وتجدر الإشارة إلى أنه ما لم يحدد العميل مدة بعينها فإن كل أوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد.
- الأوامر المفتوحة: يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل العميل أو يقوم السمسار بتنفيذه بالفعل أو يخطر العميل بفشله في تنفيذه.

- الأمر للتنفيذ في الحال أو الإلغاء: وفي هذا النوع من الأوامر يطلب العميل من سمساره أن ينفذ فوراً أكبر كمية ممكنة من الطلب وإلا عدم تنفيذ أي شيء بعد ذلك. (2)

ج. أنواع الأوامر من حيث ملكية الأوراق: يمكن تصنيف الأوامر من حيث ملكية الأوراق المالية إلى:
- الأوامر المكشوفة: وفي هذا النوع من الأوامر لا يمتلك العميل الأوراق المالية موضوع الصفقة وسيقوم عندما يحين موعد تنفيذها بشرائها أو إقتراضها من غيره من المضاربين .
- الأوامر مع ملكية الأوراق المالية: وفي هذا النوع من الأوامر يكون العميل مالكاً فعلياً للأوراق المالية موضوع الصفقة.

(1) رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص ص 40، 41.

(2) عصام عبد الهادي أبو النصر ، طبيعة أسواق الأوراق المالية، على الموقع:

2. **صانعو السوق:** وهو وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق المالي الثانوي، من خلال بيع وشراء الأوراق المالية إما لصالح عملائه أو لحسابه الخاص (1). وذلك إما لصالح عملاءه أو لصالح نفسه ويتميز بالمحافظة على (2):
- توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب؛
 - المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي وبما يحقق نوع من استقرار الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية. ويحصل صانعو السوق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع الورقة المالية.
3. **متعهدو تغطية الإصدارات الجديدة:** وهو الوسيط (بنك استثمار، أو شركة وساطة) الذي يتعهد بشراء الأوراق المالية من مصدرها الأول بهدف إعادة بيعها مقابل عمولة معينة، وأهم شروط يلتزم به الوسيط هو أن يقوم بالشراء لحسابه الخاص ذلك الجزء الذي يفشل في تسويقه وبيعه من هذه الإصدارات (3).

المطلب الثاني: كفاءة الأسواق المالية

إن فكرة كفاءة الأسواق المالية أثارت الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش بين الأكاديميين وصانعي السياسة الاقتصادية للدول، كون السوق المالي الذي يتميز بالكفاءة العالية ت عزز الثقة بالاستثمار في هذا السوق كونه يعكس السعر العادل للأدوات المالية المتداولة فيها.

الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية

السوق المالي الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأصول المالية، من خلال وسائل وأجهزة الإعلام المختلفة (4).

وتعرف أيضا السوق الكفاء هو الذي يعكس فيه سعر السهم توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا

(1) علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، (دار الحامد، الأردن، 2007)، ص 310.

(2) جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص 28 .

(3) علي عباس، مرجع سابق، ص 311.

(4) صلاح الدين حسين السيمسي، مرجع سابق، ص 24

تعني بلأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فلامهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بان تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها(1).

كما تعرف السوق المالي كفاء بأنه ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية(2). فالسوق الكفاء ينبغي أن ينقل المعلومات دون أي تحريف، وبالتالي تستطيع أسعار أسهم الشركات أن تتكيف على الفور لأي معلومة جديدة متوفرة ودون انحياز، وينعكس عادة هذه المعلومات الجديدة في مؤشرات معدلات العائد وتطورها عبر الزمن(3).

وبذلك يقترب مفهوم كفاءة السوق المالي من وجهتي نظر وهما(4):

- من وجهة النظر التشغيلية: يتم التقليل من تكاليف المعاملات إلى أقل ما يمكن.
- من وجهة نظر تسعيرية: إذا كانت الأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي تعكس جميع المعلومات المتاحة في الوقت الحقيقي.

وبذلك يعتبر السوق المالي سوقا كفاء عندما يتوقع الوكلاء الاقتصاديين ارتفاع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق ويتوافق هذا السعر مع القيمة الحقيقية للسهم، وتضبط على المعلومات الجديدة، وفي هذه الحالة، يكون الدور الحقيقي لسوق المالي نقل المعلومات في الوقت الحقيقي والمناسب(5). ونعني بالقيمة الحقيقية "Valeur véritable" للسهم ليست القيمة المستقبلية وإنما يشير هذا المصطلح إلى سعر التوازن الذي يشتمل على جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين في كل مرة. وهذا الوصف يتزامن مع تعريفنا لكفاءة السوق(6) وهناك على الأقل أربعة معايير التي تساعد على شرح كفاءة أسواق أسواق المال:

- أول معيار للكفاءة هو تعميم أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية.

(1) مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، (العدد 07: 2009 - 2010، جامعة قاصدي مرباح ورقة)، ص 182.

(2) دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة WORLD COM الأمريكية، المؤتمر العلمي الرابع للريادة والإبداع إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية جامعة فيلادلفيا، 15، 16 مارس 2005، ص 5.

(3) Abdelkader belts, Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt, (Edition LEGENDE, Alger, 2008), p 17.

(4) Abdelkader belts, Op. Cit, p 87.

(5) Ibid, p 15.

(6) Richard A.Brealey, Stewart C.Myers, Pierre Haroche, Principes de gestion financière des sociétés, (Dépôt. Légal, 2eme edition, Canada, 1992), p 467.

- يجب أن تتوفر معلومات على الفور ودون أي تكلفة لجميع المشاركين في السوق.
 - يجب التقليل من تكاليف المعاملات للمستثمرين وذلك ليكون الربح طبيعياً.
 - أن يكون المشاركين في السوق عقلانيين وقاديرين على الاعتراف بكفاءة الأصول المالية. (1)
- إذن فالاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الورقة المالية صعوداً وهبوطاً إنما يعني تحقق مجموعة من نتائج هامة من أهمها (2):

1. انه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة المالية، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين ستعتبر دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.
2. إن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فعلى سبيل المثال فان سعر الورقة المالية في يوم 10 من الشهر لا يتأثر كثيراً بمعلومة قد تسلمتها السوق واستوعبتها قبل هذا التاريخ فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة واستوعبتها جيداً وتعاملت معها بإحداث تغييرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.
3. إن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن تكون قدراتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية (العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر) بناء على معلومات خاصة التي تتوافر للمتعامل الأول ولم تتوافر للمتعامل الثاني.

الفرع الثاني: خصائص سوق المال الكفاء

يمكن إبراز أهم خصائص الأسواق المالية الكفاء فيما يلي:

1. الإفصاح: على السوق المالي القيام دورياً بنشر المعلومات والبيانات والمؤشرات والتحليلات المختلفة عن أداء القطاعات الاقتصادية في الصحف اليومية، واليوم أصبحت تعرض هذه البيانات والمعلومات على شبكة الانترنت. وكذلك يقوم بنشر تقارير ونشرات دورية شهرية، فصلية وسنوية عن أنشطتها، كما يقوم البعض منها بتحليل الميزانيات والقوائم للشركات المدرجة وتوزيعها على المتعاملين في السوق مباشرة ونشرها في وسائل الإعلام المختلفة. ولا تكمن أهمية الإفصاح في توفير البيانات والمعلومات والقوائم المالية فحسب، ولكن أيضاً في جودة ودقة هذه البيانات والمعلومات وشموليتها وتوقيتها (3). كما تكمن أهميتها أيضاً في أنها تؤثر على قوى العرض والطلب على الورقة المالية، وذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل وصحي للمستثمر يعينه على اتخاذ قراره الاستثماري واتخاذ قرارات

(1) Ibid, p 89.

(2) السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 102.

(3) أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، (المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006)، ص ص 88، 89.

الشراء والبيع وتقدر السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح هو جوهر العملية الاستثمارية والذي يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري ويدعم ويرسخ الثقة بين المستثمرين.

2. الشفافية: في أبسط صورها هي قدرة المستثمرين في السوق للحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات، وحجمها وحجم التداولات في كل وقت وبدقة تامة سواء أثناء التداول، وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها بشكل متساو وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين (1).

3. توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة متى اتفق الطرفان وبسعر محدد ومعروف من آخر التداولات التي أجريت على السلعة نفسها، أي عدم حصول تغيير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية. وحتى تتوفر السيولة في السوق المالي يجب أن يتميز بالعمق أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

4. عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغيير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى ضبط التغيير الكبير في السعر (2).

الفرع الثالث: مستوى كفاءة السوق المالي

يمكن تصنيف كفاءة السوق المالية في ثلاثة مستويات حيث تتحدد الكفاءة بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتوفرة وهي كما يلي:

1. المستوى الضعيف: وهو المستوى الذي يعكس فيه الأسعار المتداولة في السوق المالي الأسعار التاريخية فيه، وهنا يمكن الاستفادة من سلسلة الدورات التاريخية أو الأداء في الماضي ولذلك تكون الفرصة أمام المحللين وأصحاب الخبرة تحقيق أرباح استثنائية وغير عادية (3)، ويكون ذلك بطريقتين: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم. ويتيح المجال في هذا المستوى من الكفاءة لعمل المحللين الماليين ذوي الخبرات والتأهيل، فيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيتمكنهم من تحقيق إرباح استثنائية لا يحققها غيرهم. وتعتبر أسواق العربية والدول النامية تمثيلا جيدا للمستوى الضعيف من الكفاءة

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 103، 104.

(2) محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 45.

(3) Abdelkader beltas, Op. Cit, p 87.

(1). ولذلك تشير أهم الدراسات التي أجريت على الأسواق المالية أن الأسواق العشوائية لها الكفاءة على الأقل في شكلها ضعيف.

2. مستوى شبه قوي: يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس الأسعار فقط المعلومات التاريخية ، ولكن أيضا أي معلومات أخرى منشورة، حيث قام أشهر الباحثين باختبار صلاحية درجة من الكفاءة من خلال دراسة المعلومات الجديدة والمنشورات مثل الفوائد، والتغيرات في أساليب المحاسبة وإعلانات، فلو حظ بأن أسعار الأسهم تكيفت بسرعة وعلى نحو كاف لمعظم هذه المعلومات (2).

3. المستوى القوي: وفق هذا المستوى من الكفاءة، يوفر السوق المالي للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة سواء أن كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية الحالية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة (منشورة أو غير منشورة) أي بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة بحيث لا يجب أن تتوفر فرصة لنشوء ما يسمى بظاهرة احتكار المعلومات من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية يعني:

القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية = صفر

لأن الأسعار السائدة في السوق المالية للأوراق المالية المتداولة ستكون في مثل هذه الأحوال

معادلة تماما لقيمتها وبالتالي تنفي الحاجة لوجود المحللين الماليين.(3)

في الواقع يعتبر هذا المستوى نظري وقد لا يكون موجودا في الحياة العملية فالكثير من الدراسات التي أجريت لاختبار مدى وجود هذا المستوى في الحياة العملية كانت تركز على فئة متخذي القرار في الشركات وعلى مدى تمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققها غيرهم من المستثمرين العاديين بسبب معرفتهم للمعلومات الخاصة وكانت نتائج هذه الدراسات في أغلب الأحيان تؤكد حصولهم على مثل هذه الأرباح. ومن هذا المنطلق وضعت بعض الأسواق المالية تعليمات تستطيع بموجبها إدارة السوق أن تلغي أية صفقة تتم لمصلحة متخذ القرار في نفس الشركة إذا ثبت انه قد استغل معرفته لمعلومات خاصة عن تلك الشركة

ويتم ذلك سعيا من إدارة السوق لرفع مستوى كفاءة السوق(4).

الجدول رقم (1): يبين مستويات السوق الكفاء

داخلية	حالية	تاريخية
--------	-------	---------

(1) رسمية احمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 34

(2) Richard A.Brealey, Stewart C.Myers, Pierre Haroche, Op. Cit, p 469.

(3) رسمية احمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 33

(4) محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية ما بين 1999-2001 ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، (العدد 3:

2003، جامعة فرحات عباس سطيف)، ص 85

		✓	المستوى الضعيف
	✓	✓	مستوى شبه قوي
✓	✓	✓	المستوى القوي

المصدر: طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2005)، ص 282.

وتوجد عدة عوامل التي تنقص من كفاءة السوق المالي ومن أهمها ما يلي:

1. التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.
2. عدم كفاية المعلومات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، وتفصح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذ تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.
3. قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق.
4. انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تتجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية(1).

المطلب الثالث: أنواع أسواق رأس المال وأدواتها

ينقسم السوق المالي إلى سوقين مهمين وهما السوق النقدية وسوق رأس المال، لكننا سنتطرق هنا إلى سوق رأس المال باعتباره سوق محل دراستنا، وهو السوق الذي يجلب ويخصص الادخار من خلال مجموعة من معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية (أسهم، سندات...).

الفرع الأول: أنواع السوق رأس المال

تنقسم سوق رأس المال إلى قسمين: سوق رأس المال الآجل وسوق رأس المال الفوري كما ينقسم الأخير إلى سوق أولي و سوق ثانوي إذ يمكن أن يكون السوق الثاني منظما (بورصة) أو غير منظما. وينقسم السوق غير المنظم إلى سوق ثالث وسوق رابع والسوق الموازي. وهناك علاقة مباشرة ووثيقة ما بين السوق الأولية والثانوية، فزيادة النشاط في السوق المالي الأولي لا يؤخر نشاط السوق الثانوي والعكس صحيح. ويقضي نجاح سوق الإصدارات أن يكون هناك سوقا

(1) دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري، مرجع سابق، ص 8.

ثانوية ومن الأفضل أن يكون منظماً (بورصة) وذلك لتأمين القدرة والإمكانية الدائمة على تحويل الاستثمار المتوسط والطويل الأجل إلى أموال يستعملها المستثمر في أي وقت يشاء عن طريق بيعها في السوق (1).

أولاً. تعريف سوق رأس المال: وتعرف بأنها سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتنقي وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاكنتاب بالأسهم والسندات. وتتجلى أهمية سوق رأس المال في إضفاء العمق للورقة المالية، والمرونة النسبية في تسيلها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة المالية، أي أنها توفر الاستمرارية والقيمة العادلة للورقة المالية، كما تمثل فرصة لتمويل مختلف القطاعات وتطوير منشآت الأعمال ونموها، لكونها تمثل قناة لتدفق الأموال التي تشكل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل سلعة هذه الأسواق (2). فضلاً عما سبق تعد أسواق رأس المال كمحرار لصحة اقتصاد السوق وهي تعكس مستوى الركود أو الانتعاش أو الرخاء في هذا الاقتصاد (3).

ويعتمد هذا السوق على أموال المستثمرين أصحاب المدخرات الراغبين في استثمارها لمدد طويلة، مع استعدادهم لتحمل درجات مختلفة من المخاطر، ونظير حصولهم على عوائد كبيرة تزيد كثيراً عن ما يدفعه سوق النقد من عائد. ويتناسب العائد المطلوب مع درجة المخاطر المحتملة، فكلما زادت درجة الخطر الاستثماري كلما زاد معدل العائد الذي يرغب فيه المستثمر. ويتحدد عائد الاستثمار في الأجل الطويل طبقاً لمجموعة من العوامل تتمثل في:

- العائد من البدائل المختلفة لهذا الاستثمار؛
- درجة الخطر المحتمل لهذا الاستثمار؛
- القيمة الحالية للعائد المتوقع في المستقبل؛
- مدى تحمل مستخدم الأموال المستثمرة لتكلفة هذا الاستخدام والمتمثلة في العائد الذي يطلبه المستثمر؛
- علاقة عائد الاستثمار المرغوب فيه مع العائد المتوقع الحصول عليه.

وسوق رأس المال أكثر قدرة على جذب مدخرات المستثمرين محبي المخاطر، والذين لا يرتضون بسعر الفائدة كعائد كاف على استثماراتهم، ومن ثم يتمكن السوق من توفير الاحتياجات التمويلية لأصحاب الأعمال في الآجال الطويلة (4).

ثانياً. خصائص سوق رأس المال: وتمتاز بعدة خصائص أهمها:

- (1) خليل هندي، أنطوان ناشف، مرجع سابق، ص 29، 30
- (2) أرشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، (دار المسيرة، الأردن، 2004)، ص 120.
- (3) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 68.
- (4) أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، (هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات المتحدة العربية، 2005)، ص 12، 13.

1. يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بكونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الآجال الطويلة مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات، لاسيما إذا علمنا أن بعض المشروعات تتكلف في بداية عمرها الإنتاجي بمصاريف تأسيسية كبيرة مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الاحتمال وبالتالي تحتاج لأموال يتم سدادها بعد طول أجل.
2. لنجاح سوق رأس المال لابد من توافر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران حتى يتمكن حامل الورقة المالية من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها بزم، وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي وتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات على حد سواء (1).
3. يعتبر سوق رأس المال أقل اتساعاً من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيماً. كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة. ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحرية التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكيف سياساتهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة (2).
4. الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدية وذلك نظراً لأن أوراق الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يتحمل مخاطرة سوقية، أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من أن عائدها كبير نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة نسبياً.
5. الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر عائداً، فإن اهتمام المستثمرين في رأس المال يكون الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة (3).

ثالثاً. أنواع أسواق رأس المال: تنقسم سوق رأس المال إلى:

- I. **السوق الآجلة:** وهي سوق تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر (4). ويطلق عليها أيضاً بأسواق المشتقات المالية، كونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار أدوات الأسواق المالية الرئيسية. وهنا عندما تبدو أسعار هذه المشتقات رخيصة مثلاً مقارنة بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشتري المشتقات

(1) ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، (دار وائل، الأردن، 1999)، ص ص 188، 189.

(2) محمد مطر، مرجع سابق ص 206.

(3) جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص 35.

(4) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقد ومالية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 6.

كفرصة استثمارية بديلة وهناك عدة أنواع من المشتقات أشهرها: عقود الخيار، عقود المبادلة، العقود المستقبلية وعقود الآجلة(1).

والهدف من مثل هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلا، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شرائها خلال ذلك فيتعاقد على شرائها الآن و بسعر يتفق عليه الآن ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضا سيتم عند التسليم. ومن الطبيعي أن يكون السعر المتفق عليه ويكون السعر الآجل مختلفا عن سعر التعامل الفوري. فان كان الجميع يتوقعون ارتفاع الأسعار فان السعر الآجل سيكون أعلى من السعر الفوري بمقدار يتفق عليه ويكون مبنيا على توقعات المتعاقدين(2).

II. السوق الفورية: وهي الأسواق التي يتم إجراء عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في الوقت الحاضر فوريا دونما تأجيل. وبالتالي فهي تتسم بنوع من التأكيد اليومي لظروف الأسواق المعنية وذلك بغض النظر عن التقلبات التي تشهدها هذه الأسواق والتي تعكس دائما الظروف الحالية أو الظروف الحالية أو الظروف الممتدة لحالات سابقا مثل: استمرار الركود لفترة قد تتجاوز موسمين أو حتى سنة... (3). وتنقسم إلى:

1. السوق الأولية أو سوق الإصدار: السوق التي تباع فيها الأوراق المالية (أسهم وسندات) مباشرة من قبل الشركات أو الوكالات الحكومية، البنوك الاستثمارية وهذه الأخيرة تدخلون في الكثير من الأحيان بمثابة "وكلاء" في السوق (4). وتعرض فيها الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثا أو عند زيادة رأسمالها بهدف توسيع أعمالها بعد التأسيس لغرض الاستثمار في الأصول المنتجة، ولذلك يسمى بسوق إصدارات الأوراق المالية للشركات التي يتم الاكتتاب باسهما لأول مرة أي انه سوق البيع الأولي للورقة المالية من قبل المصدر إلى عامة المستثمرين، أو بسبب توسيع المشاريع القائمة حاليا، ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق إما بصورة مباشرة مع المستثمرين أو بواسطة الوسطاء أو عن طريق المزايمة في السوق المالي أو عن طريق الدعوة المباشرة للمستثمرين (5). وتتعامل الأسواق الأولية عادة مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية بإحدى الطرق الآتية:

(1) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 66.

(2) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 19.

(3) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 64، 65.

(4) Steve Ambler, **économie financière: Introduction à l'économie financière**, Université du Québec à Montréal, 2010, p7, sur le site :

www.er.uqam.ca/nobel/r10735/6080/referenc.pdf, le: 22/03/2011, à 22:37

(5) دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، (دار المسيرة، الأردن، 2009)، ص ص 101، 102.

- **الأسلوب المباشر:** حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها(1).
- **المزاد المفتوح:** وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أذون خزانة، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى (أي سعر الفائدة الأقل) ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.
- **الإصدار عن طريق بنوك الاستثمار:** وهي عادة ما تكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة مثل مارلنش، ومؤسسة بوسطن الأولى، ومورجان ستانلي في الولاية المتحدة الأمريكية، وفي المنطقة العربية عادة ما يتولى المهمة أحد البنوك التجارية المحلية. ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين الجمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، والجهة التي قررت إصدارها. فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بشراء الإصدار كله أو جزء منه بغرض إعادة بيعه للجمهور. وكما يبدو فإن تمويل بنك الاستثمار لشراء الإصدار لا يمثل استثمارا دائما، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع (2). وتعكس الأسواق المالية بشكل عام كلا من(3):

- واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات
- تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني
- المناخ الاستثماري السائد في البلد
- النظام السوقي المعتمد

وعليه ففي الاقتصاديات التي تتسم بارتفاع معدلات تنميتها وتزداد فيها الإمكانيات المالية والمادية والبشرية المرنة لتوسع الاستثمارات كما تتسم مجتمعاتها بالاستقرار والأمان والتطور ويسود فيها النظام التنافسي السوقي الحر الذي يسهل فيه نشر المعلومات، وبذلك تتعاظم ساعات الأسواق المالية الأولية لديها وتمتد تعاملاتها إلى أوسع نطاق.

2. الأسواق الثانوية أو سوق التداول: في حين أن السوق الأولي هي سوق للإصدارات الجديدة فإن السوق الثانوي له صلة بالأوراق المالية التي صدرت بالفعل في السوق الأولي وذلك لضمان السيولة في السوق، فإذا كان السوق الثانوي نشط بحيث يكون حجم الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق المهم، فإن له تأثير إيجابي على السوق الأولية(4). وبذلك فإن السوق الثانوي هي السوق التي يتم تداول الأوراق

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 42.

(2) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، (منشأة المعارف، مصر، 2008)، ص ص 33، 34.

(3) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 61.

(4) Josette Peyrard, Op. Cit, p 54.

المالية فيها شراء و بيعا عبر السماسرة والوسطاء، ويطلق عليها سوق التداول، ويتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه

الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ(1).

وللأسواق المالية الثانوية دورا هاما وإن كان غير مباشر في حركة الاستثمارات (الحقيقية) للشركات المعنية لأن أي هبوط أو تدهور في نشاطات هذه الشركات وخاصة حجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها في السوق الثانوية(2).

ومن أهم مميزات السوق الثانوية إلى:

- يوفر للأسواق المالية عنصر السيولة، بحيث يجعل الأوراق المالية أكثر سيولة، والسيولة هي قدرة السوق على استيعاب عدد كبير نسبيا من المعاملات؛
 - يستمد السوق الأولي كفاءته وفعاليته من خلال السوق الثانوي؛
 - يعتبر السوق الثانوي مجالا لنشاط فئة صانعي الأسواق(3).
- وتنقسم السوق الثانوي إلى:

أ. **السوق المنظمة (البورصة):** سوق منظمة تقام في أماكن معينة، وفي أوقات محددة، يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية، وبالمتليات التي تتعين مقاديرها بالكيل والوزن أو العد، وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة(4).

وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم يدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة، متكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق والوسطاء وعن الحكومة. تتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية والإشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول. وتجري عمليات التداول في قاعة السوق، ومن قبل الوسطاء المسجلين في السوق(5).

وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على إدراج الشركات في البورصة بهدف حماية المستثمرين. وتهتم بعض الشروط بموضوع تأسيس الشركات وكونه يلبي بنود قانون

(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 21.

(2) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 62

(3) Steve Ambler, Op. Cit, p7

(4) أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، (دار الجوزي، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2005)، ص 35.

(5) أرشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام ، مرجع سابق، ص 123.

الشركات، وان لا يقل رأسمال الشركة عن مبلغ معين، كما تكون الشركة قادرة على إثبات وجودها في السوق من حيث قبول تداول إصداراتها من قبل المستثمرين، إضافة إلى شروط أخرى هدفها حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول. وتختلف هذه الشروط حسب طبيعة الدولة من حيث حجم الاقتصاد، عدد الشركات، عدد السكان والمستثمرين، تاريخ السوق... الخ من العناصر النسبية (1).

فعلى سبيل المثال متطلبات سوق نيويورك تتضمن الآتي:

- أن لا يقل قيمة الموجودات الملموسة عن 18 مليون دولار؛
- أن لا يقل قيمة الأسهم السوقية عن 18 مليون دولار؛
- أن يملك الجمهور حصة رأس المال لا تقل قيمتها عن 1,1 مليون دولار؛
- أن لا يوجد على الأقل 2000 مساهم يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر؛
- أن لا يقل صافي الربح بعد الضريبة في العام السابق للإدراج عن 2,5 مليون دولار وأن لا يقل عنه 02 مليون دولار للسنتين السابقتين على ذلك العام. (2)

ب. **السوق غير المنظمة:** وهي أسواق مختصة بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار (3). غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة التي تدار فيها أعمالها، وبعبارة أخرى تنقيد بإطار محدد من العمليات شبه المنظمة وتخضع في النهاية للرقابة الرسمية، كأى سوق مالية منظمة (4). وتتكون هذه السوق من أسواق أخرى وهي: السوق الثالث، السوق الرابع والسوق الموازي.

← **السوق الثالث:** هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء في الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات فيه وسرعة تنفيذها، حيث يمكن التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية. وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأى كمية مهما كبرت أو صغرت، وتمارس هذه البيوت دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 103، 104.

(2) أرشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 123.

(3) عصام حسين، مرجع سابق، ص 22.

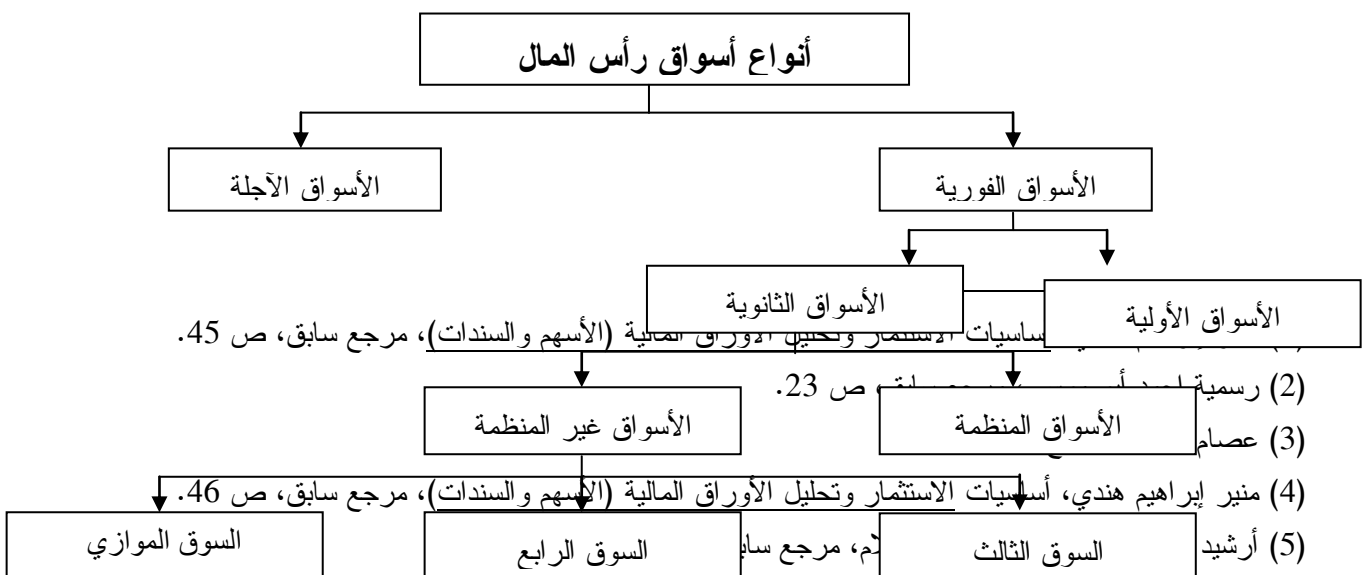
(4) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 59.

العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات والبنوك التجارية التي تدير محافظ للأوراق المالية لحساب الغير، إضافة إلى بيوت السمسة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة (1).

← **السوق الرابع:** يعتبر السوق الرابع سوقا غير منظما حيث أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يكون بين المؤسسات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيما بينهما بدون وسطاء وذلك على شكل طلبيات كبيرة، من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتلفونية (2). وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل (3)، وبسبب هذه المزايا (إبرام الصفقات بسرعة وأقل تكلفة) فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى، وخاصة أنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، ومن المعتقد أن نمو هذه السوق سوف يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب، مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة أسواق رأس المال (4).

← **السوق الموازي:** هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد وتمثل بيوت السمسة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا، يتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير. وتدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية (هاتفية أو حاسوبية وغيرها) تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع السوق، وغالبا ما ينتظم المتعاملين في السوق الموازية بجمعية أو رابطة من أمثلتها الجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية (NASD) في أمريكا. (5) ويكن توضيح هذه الأنواع في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1): شكل يوضح أنواع أسواق رأس المال



المصدر: محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 45.

الفرع الثاني: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال

تمثل الأدوات المالية من أهم عناصر الأصول، إذ بواسطتها يمكن تحويل الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي للاستثمار في الأصول الحقيقية. وتتميز هذه الأدوات بعدة خصائص قد تصيف أو تحد من جاذبيتها. ومن يمكن تقسيمها إلى أدوات استثمارية تقليدية وأخرى مشتقة. **أولاً. أدوات الاستثمار التقليدية:** تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال. وتمثل الورقة صك يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا، فحملة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب في أصولها وان كان ليس من حقهم المطالبة به طالما أن المنشأة مستمرة. كذلك فان لحملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحهم أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية(1).

I. **الأسهم العادية:** وتعتبر من أهم أنواع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق

1. **تعريف الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه صك يخول لصاحبه الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة على المشاع بقدر حصته المدونة كقيمة اسمية في الصك ذاته أو قيمة التصفية عند انتهاء الشركة وتصفيتها(2). وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل: في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في أسواق رأس المال وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية لرأس المال الشركة، وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في السوق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى الطلب و العرض، وبالتالي فان هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس المال الشركة، بل أنها مجرد عملية

(1) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 53.

(2) السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، (دار الأمين، مصر، 2006)، ص 57.

التداول بين البائعين و المشترين ونقل حقوق الملكية من شخص إلى آخر. وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية و الأسواق الثانوية(1).

2. حقوق المساهمين العاديين: يتمتع المساهمين بعدة حقوق من أهمها كالتالي:

أ. الحق في الأرباح الموزعة : فغالبا ما يفضل المساهمين توزيع الأرباح على أساس منتظم، لأن الأرباح يتضمن في محتواها على معلومات وهي إشارة مهمة للسوق . فللشركة التي تنتهج سياسة توزيع أرباح مستقرة سيكون موضع تقدير كبير من قبل السوق ، وأي تعديل في سياسة توزيع الأرباح سينعكس هذا على أسعار الأسهم. فإن عدم توزيع الأرباح من قبل الشركة، حتى لو كان له ما يبرره لمشاريع استثمارية مربحة للغاية، كثيرا ما ينظر إليها من قبل السوق على أنها إشارة إلى انخفاض الأرباح في المستقبل (لأن قيمة الأسهم في السوق يتحدد باستخدام خصم التدفقات النقدية للأرباح المتوقعة). والمساهمين لهم نفور من المخاطرة فهم يفضلون الأرباح على أساس منتظم، على الأرباح المؤجلة في المستقبل(2).

ب. حق التصويت : فالمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة، لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم، ويتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل سهم صوت. يعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جدا ككيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل(3).

ج. حق الأولوية في الاكتتاب: إن أصحاب الأسهم العادية يملكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام. وغالب يجري ذلك بالنسبة إليهم من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقا من أسهم.

د. حق بيع الأسهم: يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك(4).

هـ. حق الحضور الجمعيات العامة: قد تكون جمعيات عادية أو طارئة. للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا. وتتعقد الجمعيات العادية كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، ومناقشة قضية توزيع الأرباح وبذلك يمكن للمساهمين المشاركة في تسيير شركتهم. بينما الجمعيات

(1) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص ص 88، 89.

(2) Abdelkader belts, Op. Cit, p p 93, 94.

(3) جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، (دار هومة للطبع، الجزائر، 2002)، ص ص [16-18].

(4) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 94.

الطارئة تجتمع متى اقتضى الأمر، خاصة عند إجراء تعديل على القانون الأساسي للشركة، رفع رأسمالها،... الخ.

و. حق الإطلاع على وثائق الشركة: للمساهمين العاديين الحق في الإطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا و متى كان ذلك ضروريا، خاصة وثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين و إذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم طلب ذلك عن طريق المحكمة.

ز. حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية: تصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها. عندئذ تقوم ببيع أصولها لتسديد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة و ما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين. كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فان حملة الأسهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوء الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهماتهم في تلك الشركة، لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.(1)

3. قيم الأسهم العادية: وتظهر قيم الأسهم العادية في عدة حالات أهمها:

أ. القيمة الاسمية: وهو المبلغ المكتوب على وجه صك السهم، والذي أصدر به أول مرة، إذ أن الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس المال يجب أن يكون مطابقا للمبلغ الذي يساهم به الشريك حقيقة رأس المال، ويحتسب رأس المال الشركة طبقا للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم.

ب. القيمة السوقية: وهي القيمة التي تحدد للسهم في سوق رأس المال بحسب العرض والطلب، والقيمة السوقية للسهم هي قيمة عرضة للتقلبات، وتطور دائما بين الارتفاع والانخفاض تبعا لمدى سلامة المركز المالي للشركة، ونجاح مشروعها، ومدى ما تدره من أرباح (2).

ج. القيمة الحسابية أو القيمة الدفترية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحتسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة...) ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية. وقد تبين في حالات عديدة أن القيمة الحسابية أو الدفترية منخفضة نسبيا وخاصة عندما يكون عدد المساهمين كبير جدا وعند احتسابها في مرحلة التصفية وذلك لان أنقاض الأجهزة الرأسمالية والمخزونات المتبقية تجري تصفيتهما بشكل عام بأسعار منخفضة (3).

II. الأسهم الممتازة. يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر

(1) جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص [19 - 22].

(2) عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات المتحدة العربية أيام 6، 7، 8 مارس 2007، ص 35، ص 37.

(3) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 96.

الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم (1). كما يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق الهجينة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، في تشبيه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية عند التصفية، وهي تشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة هذه الأسهم الممتازة، وأيضاً تدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة (2). يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري. وكذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات، فليس لهم حق المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها (3).

1. خصائص الأسهم الممتازة: تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- يحدد العائد بنسبة معينة من قيمة الأداة ومن الأرباح المتحققة.
- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية (4).
- لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات وفي أموال التصفية، الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياساً للمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، فمن المتوقع أن يكون تكلفة التمويل المرتبطة بها أقل من الأسهم العادية، إذ أن معدل العائد المطلوب في حالة الأسهم العادية يكون أعلى منه في حالة الأسهم الممتازة (5).
- تضمن الشركة حقوق أصحاب هذه الأسهم بموجوداتها الاستثمارية، علماً بأن هذه الضمانة لا يتم توفيرها لأصحاب الأسهم العادية، لذا فالأسهم الممتازة أقل ضماناً من السندات وأكثر ضماناً من الأسهم العادية.
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة
- في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة (6).

(1) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 99.

(2) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2003)، ص 39.

(3) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 28.

(4) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 101.

(5) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005)، ص 18.

(6) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 100، 101.

- هناك مجموعة من الحقوق الأخرى التي تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص، أهمها(1):
- حق تراكم العوائد: بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم و يتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، وقد ينص في عقود التأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح.
- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية : وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبياً مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها. وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقاً مثلاً حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة.
- إن هناك التزاماً هاماً تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلاً بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار، بعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

III. السندات

1. **تعريف السند**: يعرف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة العامة، تطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركات بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار(2).

ويعرف السند أيضاً انه: تعهد مكتوب بمبلغ الدين لحامله في تاريخ معين نظير فائدة، وبذلك فهو صك مالي قابل للتداول يمنح للمكاتب لقاء المبالغ التي أقرضها، ويخوله استعادة مبلغ القرض والفوائد المستحقة وذلك بحلول أجله(3). وتصدر السندات بوحدة من الأسلوبين التاليين:

⇐ أن يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة عنها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصداراً عاماً.

⇐ أو أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب. ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصداراً خاصاً.

2. خصائص السندات: يمكن تلخيص أهم خصائص السندات وهي كالتالي:

- أ. السند أداة دين: يترتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيته، في حين يترتب السهم لحامله حق ملكية. لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

(1) عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 18.

(2) محمد مطر، مرجع سابق، ص 220.

(3) سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، (دار الراية، الأردن، 2009)، ص 85.

- ب. محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا على عكس السهم الذي يبقى قائماً ما دامت الشركة المصدرة قائمة. ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك سعره السوقي(1).
- ج. السند أداة استثمارية ثابتة الدخل: وهي فئة من الأوراق ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنوياً، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر.
- د. يجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، ضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم. كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية للسند(2).
- هـ. تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- و. تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها بخصم، وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.
- ز. تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التبدلات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد. وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيمة عالية أدنى للسندات(3).
- ح. قابلية التداول: وهي قابل للتداول كالسهم أيضاً، وتختلف طرق تداوله باختلاف الشكل الذي يصدر به. فإذا كان سندا اسماً فينقل بطريقة التظهير، أما إذا كان السند لحامله فيجري انتقاله بمجرد التسليم. ويجوز أن يصدر السند بشكل معين وأن يجري تحويله فيما بعد إلى شكل آخر، كأن يصدر اسماً ثم يحول للحامل أو العكس وذلك طبقاً للشروط(4).
- ط. كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر. إن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة.
- ي. ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور(5).
3. أنواع السندات: وتتنوع السندات إلى أنواع عديدة، يمكن ذكر أشهرها وفقاً للتقسيمات الآتية:
- أ. تقسيم السندات من حيث جهة الإصدار: وتنقسم إلى:

(1) محمد مطر، مرجع سابق، ص ص 221، 222.

(2) جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص 48، 49.

(3) محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 107.

(4) خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 45.

(5) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 110.

← سندات حكومية: وهي صكوك متساوية القيمة، تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة، وهي تغل عائداً غالباً ما يكون ثابتاً، ولها آجال محدودة ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية. ومن أنواع سندات الحكومة: سندات الخزينة، شهادات الخزينة، سندات البلدية، سندات حكومية بعملات أجنبية. وهذه الأنواع تتفق في جوهرها، إنما تختلف في أمور تنظيمية، فتختلف مثلاً في مدة السند، وفي نسبة الفائدة وفي إعفاء أرباح بعضها من ضريبة الدخل، وفي العملة التي تدفع بها والشروط التي يسدد بها رأس المال، والغرض الذي أصدت من أجله.

← السندات الأهلية: والتي تصدر من القطاع الخاص من الشركات التجارية وشركات الخدمات.

ب. تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل: ونستطيع تقسمها كالاتي:

← سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وهي سندات يتم إصدارها بقرار من الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، وتعطي هذه السندات لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم، واقتضاء قيمتها إذا رغب في ذلك، وغالباً ما تعطي للمساهمين في الشركة أولوية في الاكتتاب في هذه السندات. وفي هذا النوع من السندات ينقلب حملة السندات من دائنين للشركة إلى شركاء فيها، والتحويل هذا يعني زيادة رأس مال الشركة، ولذلك يجب مراعاة القواعد المقررة لزيادة رأس المال بوجه عام كما قررها القانون التجاري، ويتم

الوفاء بالأسهم الجديدة عن طريق المقاصة مع قيمة السندات(1).

← السندات غير القابلة للتحويل: وهي السندات التي لا تعطي للمستثمر (المكتتب) حق التحويل وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

ج. تقسيم السندات من حيث شكل الإصدار: وتقسم من خلال هذه الزاوية إلى:

← سندات اسمية أو مسجلة: وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل بطريق التسجيل، وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل (الدين الأصلي والفائدة) أو مسجلة تسجيلاً جزئياً (أصل الدين)، وأما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات(*) المرفقة بها، فتزرع منها لتحصيل فائدتها من البنك.

← سندات لحاملها: وهي التي لا تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بطريق الاستلام، فيحصل حاملها على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين(2).

د. تقسيم السندات على أساس الضمان: وتقسم إلى:

(1) أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 83، ص 85.

(*) الكوبون (coupon): الورقة التي تحمل قيمة السند، وهي شهادة تخول حاملها حق الحصول على فائدة عن سند معين.

(2) شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، (دار الفكر المعاصر، بيروت، 2001)، ص ص 137، 138.

← سندات مضمونة: وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب كاملة، ويستند عليها في حساب فوائد السند، ويكون هذا السند مصحوبا بضمان شخصي، مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك، أو بضمان عيني كرهن تقرره الجهة المصدرة للسند على عقاراتها لصالح حملة السندات.

← سندات غير مضمونة: وهي سندات لا تكون مصحوبة بضمان شخصي أو عيني، فليس لصاحب هذا السند غير الضمان العادي الذي يكون له بسبب القرض، إذ إن قرضه مضمون في ذمة المقترض (الضامن الوحيد لحاملها سمعة المقترض)(1).

٥. تقسيم السندات من حيث العائد: تقسم إلى:

← سندات ذات معدل فائدة ثابت: هي السندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، بحيث تدفع هذه الفائدة المحددة بشكل دوري، إلى أن يحل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بقيمته الاسمية.

← السندات ذات معدل الفائدة العائم: وهي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة، وإنما تتغير هذه النسبة تبعا لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، بحيث إذا حل وقت الفائدة أعطي حامل السند نسبة الفائدة السائدة في ذلك الوقت، وغالبا ما يربط معدل الفائدة على السند، بمعدل فائدة في تعامل محدد، كسعر الفائدة على القروض التي تجري بين المصارف في لندن، المسمى ليبور LIBOR. وقد يتم ربط معدل الفائدة على السند بمؤشر تكاليف المعيشة، وهو المؤشر الذي تصدره سلطة حكومية متخصصة، لمعرفة التغير في القوة الشرائية للنقود، عن طريق قياس الارتفاع والانخفاض في أسعار سلعة من السلع الأساسية(2).

٦. تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء: وتقسم حسب هذه الفئة إلى:

← السندات القابلة للاستدعاء: والتي بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تشتت إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإطفائها حسب الشروط المتفق عليها، وذلك إما في أي وقت ستحدده مستقبلا أو سينبه إلى ذلك قبل فترة معينة مثل شهر واحد. وفي أي حالة كانت حالة التسديد الفوري لقيمة السند ودون إعلام مسبق أو حالة التسديد المؤجل بعد فترة محددة من الإعلام إلا أنه سيحرم المحتفظ بالسند من العوائد المترتبة على هذا السند(3).

(1) عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية

والبورصات، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات المتحدة العربية أيام 6، 7، 8 مارس 2007، ص 11.

(2) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 206، 207.

(3) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 111.

← السندات غير القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب. والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار (1).

ز. السندات الدولية: وهي السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته، ولصالح مقترض أجنبي، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه. فمثلا لو أن فرعا لشركة استثمارية جزائرية في لندن أصدرت سندات بالجنيه الإسترليني لصالح بنك فرنسي، يقال بأنها سندات أجنبية، بينما لو تم الإصدار بالدولار بدلا من الجنيه الإسترليني لكانت السندات دولية (2).

ثانيا. أدوات الاستثمار المشتقة: وهي عبارة عن أدوات تشمل على خصائص مشتقة من أداة أخرى وهي تتداول في الأسواق المستقبلية والأجلة.

I. صكوك شراء الأسهم: لقد عرف هذا الصك بأنه "حق اختيار يسمح بالحصول أو الاكتتاب خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقا في أسهم الشركة المصدرة سواء في فرع من الفروع أو في الشركة الأم وإلتزام ذلك يجب على الحامل التخلي عن الشهادة للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) ودفع مبلغ من النقود" وعليه فإن صكوك الشراء بمثابة الأوراق المالية التي تصدرها الشركات بغرض جمع رؤوس الأموال الضرورية لتغطية احتياجاتها الآنية والتوسعية (3).

وتتصف هذه الشهادة بالخصائص التالية:

- ليس لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين.
- ليس لحاملها حق الحصول على الأرباح الموزعة.
- لا يتمتع حاملها بأية حقوق على أصول الشركة.
- طويلة الأجل نسبيا تصل مدتها من 5 سنوات إلى 20 سنة، وأحيانا لا يكون لها تاريخ استحقاق. وعادة ما تصدر الشركات هذه الشهادات مصاحبة لإصدارتها من السندات، فهي تساعد على جذب المستثمرين لهذه السندات لدى عرضها للاكتتاب العام، ويلاحظ أن سعر الشراء الثابت أو سعر ممارسة الحق يجعل هذه الشهادة أكثر قابلية للمضاربة بقيمتها بالقياس إلى قيمة الأسهم التي تتضمنها، فنسبة الزيادة أو النقصان في القيمة السوقية للشهادة تكون أكبر من نسبة الزيادة أو النقصان في قيمة السهم العادي نفسه.

(1) محمد مطر، مرجع سابق، ص 226.

(2) محمد مطر، فايز تميم، مرجع سابق، ص 114.

(3) جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 117.

لنفرض أن سعر السهم في السوق لشركة "إيهاب" 50 دج، وأنه يمكن شراء نفس السهم من خلال الحقوق التي تصدرها الشركة بسعر 40 دج، وأنه حدثت زيادة في قيمة الأسهم قدرها 10 دج للسهم، فإنه يمكن عرض النتائج التالية:

الجدول رقم (2): المقارنة بين السهم العادي وقيمة الحقوق نتيجة لزيادة قيمة السهم

قيمة الحقوق	الأسهم العادية	
10 دج	50 دج	سعر السهم قبل الزيادة
----	10 دج	الزيادة في سعر السهم
20 دج	60 دج	قيمة السهم بعد الزيادة
10 دج	10 دج	مقدار الزيادة
100%	20%	نسبة الزيادة

المصدر: محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 64

من الواضح أن المستثمر هنا يأخذ موقف المضارب، فهو يأمل في ارتفاع القيمة السوقية لأسهم داخل "الحق" حيث يؤدي ذلك إلى ارتفاع أكبر في قيمة الحق نفسه، فقد ارتفع السهم بنسبة 20% في حين أن الحق نفسه زادت قيمته بخمس مرات أمثال قيمة زيادة السهم أي 100%. (1)

II. الأوراق المالية المختلفة المتداولة في أسواق مستحدثة

وهي أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق غير منظمة أنشأتها بعض بيوت السمسرة، وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق نظرا لعدم وجود سوق تتداول فيه. ومن الأمثلة عن تلك الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية قروض الإسكان وهي تمثل اتفاق يبرم بين احد الأفراد الراغبين في شراء منزل للإسكان فيه، وبين مؤسسة مالية للإقراض. وبمقتضى الاتفاق يحصل الأفراد على القرض ويتم تسديدها على أقساط شهرية، وان يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعنية.

ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوك قابلة للتداول ومضمونه بتلك القروض، وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها. ولتسيير تداول تلك الصكوك عادة ما تصدر بقيمة اسمية صغيرة، كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين. وفي حالة فشل المقترض (مشتري العقار) في الوفاء بما عليه من التزامات، تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك، على أن تقوم فيما بعد ببيع العقار والحصول

(1) محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص ص 63، 64.

على مستحقاتهم وتعتبر قروض الإسكان هي المحاولة الرائدة لظهور الأوراق المالية المخلفة التي انتشرت بعد ذلك في مجالات أخرى مثل قروض شراء السيارات التي تقدمها البنوك والقروض التجارية(1).

III. التوريق والمشتقات: يعد التوريق واحدا من أهم الإبداعات الجديدة في التعاملات المصرفية منذ نهاية الثمانينات وخلال حقبة التسعينات . لذلك فقد عرف التوريق على أنه: " هو عملية تجميع القروض وتحويلها إلى الأوراق المالية التي يتم بيعها بعد ذلك للمستثمرين (طرحها للاكتتاب)". وعلى الرغم من أن ممارسة بيع القروض بين البنوك هي عملية قديمة أما إعادة بيعها للمستثمرين هي الأكثر حداثة(2). ولذلك عرف بأنها "تكنولوجيا مالية مستحدثة تفيد إلى حشد بنك ما لمجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في صورة أوراق مالية للجمهور لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك"(3).

أما المشتقات يوحي اسمها (المنتجات المشتقة) على أنها الأدوات المالية التي تستمد خصائصها من الأدوات المالية الأخرى مثل الأسهم، السندات، مؤشرات الأسهم، العملات وأسعار الفائدة. وهي تنفرع إلى أربعة أنواع وهي: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار والمبادلات. وسنتطرق إليها بالتفصيل في الفصول القادمة.(4)

(1) منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص 75، 76.

(2) Emre Ergungor, **Securitization**, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 15, 2003, p 1.

Sur le site : www.clevelandfed.org, le: 21/03/2011, à 14:37

(3) حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، مؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 17.

(4) Alain Ruttiens, Futures, swap, option Les produits dérivés financiers , (Edipro, Belgique, 2006), p 15.

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية

تنظم أدوات الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائداً، وتعتبر المشتقات المالية من أهم هذه الأدوات التي قدمها الفكر المالي والهندسة المالية. ويتم تداول هذه الأدوات في الأسواق الآجلة، ولكن ماذا يقصد بالأدوات المالية المشتقة؟

المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية

تسمح المشتقات للمعاملين بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على الأصل موضوع العقد، كما تختلف هذه العقود كل حسب طبيعتها ومن أهمها العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلة.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

نظراً للتعريفات الكثيرة التي وضعت لبيان حقيقة المشتقات المالية، واختلاف تلك التعريفات فيما بينها من حيث شموليتها ووضوحها، ومن أهم هذه التعريفات هي كالتالي:

تعرف المشتقات المالية بأنها ليست أصولاً مالية، وليست أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر(1).

وتعرف أيضاً بأنها من أدوات خارج الميزانية، لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً متبادلاً مشروطاً، إلا أنها لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبياً يتمثل في الهامش المبدئي(2).

أما التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي FMI وهو تعرف بنك التسويات الدولية التابع له، إذ عرفها بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري(3).

(1) مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتدابير الأزمات المالية العالمية، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية المعاصرة، يومي 1، 2 أبريل 2009، جامعة المنصورة مصر، ص 24.

(2) محمد مطر، مرجع سابق، ص 296.

(3) أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مؤتمر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2008، جامعة الإمارات المتحدة، ص 3.

بينما عرفتها المجموعة الاستشارية "لنظم المحاسبة القومية" System National Accounts SNA group بأنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أو قيمة الأداة المشتقة فأنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة(1).

وبذلك نستنتج من التعريفات السابقة أن المشتقات المالية هي أدوات مالية (وهي عقود) قيمتها تعتمد أساسا على أصول قد تكون عملات، أسعار الأسهم والسندات، سعر الفضة والذهب، وحتى ظروف الطقس في بعض الأحيان. ولم تنشأ المشتقات حديثا على خلاف الإعتقاد السائد، بل عرف أول مشتق كعقد قبل بضعة قرون في إنجلترا وهولندا، وكان معظمها عقود آجلة. ففي العقود الآجلة الكلاسيكية، على المشتري شراء السلعة التي سيتم الحصول عليها في وقت لاحق، على سبيل المثال الفواكه والخضراوات. وبالتالي، فموضوع العقد لا وجود له في الوقت الذي يتم إبرام العقد الخاص بها. أما في العقود الآجلة أكثر تعقيدا، يحق للمشتري أن يطلب من بائع تسليم الأداة المالية التي قامت على أساسها هذه الصفقة بالسعر المتفق عليه بين الطرفين. فعلى سبيل المثال، لنقول أن مشتري يدخل في عقد آجل، حيث أن الأصل هو الدولار الأمريكي، والبائع هنا يظن نفسه ببيع كمية معينة من الدولار الأمريكي للمشتري بسعر متفق عليه في موعد لاحق. فإذا كان سعر ممارسة الشراء لهذه العملة أعلى من سعر السوق في الوقت تنفيذ العقد فالمشتري يكون خاسرا لأن السعر السائد الموجود في السوق أقل من السعر الذي اشترى به والعكس صحيح.(2)

الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية

تتسم عقود المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى، فإن التعرف على هذه الخصائص يعد أمرا بالغ الأهمية بالنسبة لكافة الأطراف المتعاملة في هذا النوع من الأدوات. وفيما يلي سنبرز أهم تلك الخصائص:

أولا. التعقيد: نظرا لأن معظم عقود المشتقات تتم صياغتها طبقا لحاجة المتعاملين فإن تنوع تلك المشتقات المالية واختلاف أساليب تقييمها، وهل يمكن تحقيق الأهداف المرجوة منها أم لا؟ يحمل في طياتها صعوبة فهم تلك العقود أو إتمام العمليات الحسابية وعمليات المراجعة الخاصة بها عما هو الحال في العمليات التقليدية(3).

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 60، 61.

(2) Derivatives -An Islamic Finance Perspective, Beata M. Paxford, 12 October 2011, sur le site: <http://www.islamlanka.net>. ; le: 23/04/2012, à 23:13.

(3) سعد عبد الحميد مطوع، الأسواق المالية المعاصرة، (مكتبة أم القرى، مصر، 2001)، ص 393.

ثانياً. طبيعة العمليات خارج الميزانية: حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كاملة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها

ثالثاً. السيولة: بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية (1) ، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها (2).

رابعاً. نقل المخاطر: والميزة الرئيسية للمشتقات هو أنها يمكنها نقل المخاطر من مستثمر إلى آخر. وفي الواقع، فإن المخاطر الكامنة في الأسواق المالية عموماً لا يتم توزيعها وفقاً لتوقعات المشاركين. مثل المستثمر حين يرغب في حماية محفظته ضد انخفاض في الأسعار، بينما مستثمر آخر لن تتردد في اتخاذ مخاطر إضافية، لزيادة فرصته في الفوز إذا كان السوق يتحرك وفقاً لتوقعاتها (3).

خامساً. الرفع: يقوم الرفع على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محدودة ويرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطاً وثيقاً حيث يمكن لمستخدم المشتقات المالي أن يحقق أرباحاً عالية مقابل استخدام مبالغ محدودة، غير أنه يجدر الإشارة إلى أن هناك جانباً سلبياً للرفع والذي يتمثل في إمكانية حدوث خسائر كبيرة نتيجة حدوث تغيرات طفيفة في أسعار الأصول التي تشتق منها عقود المشتقات (4).

لنفرض أن أحد المضاربيين لديه مبلغ قدره 5000 دولار أمريكي ويرغب في استثماره في شراء سبائك ذهبية. وسنفرض أن سعر أوقية الذهب في السوق الحاضر هو 500 دولار، بينما سعرها في سوق العقود المشتقة 525 دولار و التسليم بعد ستة أشهر، والزيادة إذن هي 5 % عن سعر السوق الحاضر، غير أن المضارب يتوقع أن يصل سعر الأوقية في تاريخ التسليم إلى 600 دولار. لاحظ الجدول التالي:

(1) بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 4.

(2) أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، (الدار الجامعية، مصر، 2003)، ص 216.

(3) Instrument financiers dérivés et produits structurés, swiss exchange, sur le site :

www.six-swiss-exchange.com/download; le: 19/04/2012, à 23:48

(4) سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 393.

الجدول رقم (3): يوضح نتائج التعامل بين السوق الحاضر وسوق الأدوات المشتقة

التعامل في سوق المشتقات المالية	التعامل في السوق الحاضر
شراء 100 أوقية بعقد مشتق بسعر قدره 525 دولار	شراء 10 أوقية من السوق الحاضر
بافتراض ارتفاع سعر الأوقية في السوق بعد 6 أشهر إلى 600 دولار	بافتراض ارتفاع سعر الأوقية في السوق بعد 6 أشهر إلى 600 دولار
← قيمة الصفقة بعد 6 أشهر	← قيمة الصفقة بعد 6 أشهر
$100 \times 600 = 60000$ دولار	$10 \times 600 = 6000$ دولار
← سعر شراء العقد = 52500 دولار	← الاستثمار المبدئي = 5000 دولار
← الاستثمار المبدئي = 5000 دولار	← معدل العائد = $(5000 - 6000) / 5000 = -20\%$
← معدل العائد = $(52500 - 60000) / 5000 = -15\%$	بافتراض انخفاض سعر الأوقية في السوق بعد 6 أشهر إلى 450 دولار
بافتراض انخفاض سعر الأوقية في السوق بعد 6 أشهر إلى 450 دولار	← قيمة الصفقة بعد 6 أشهر
← قيمة الصفقة بعد 6 أشهر	$10 \times 450 = 4500$ دولار
← الاستثمار المبدئي = 5000 دولار	← الاستثمار المبدئي = 5000 دولار
← سعر شراء العقد = 52500 دولار	← معدل العائد = $(5000 - 4500) / 5000 = 10\%$
← الاستثمار المبدئي = 5000 دولار	
← معدل العائد = $(52500 - 45000) / 5000 = 15\%$	

المصدر: أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 216

من الجدول نلاحظ أن الاستثمار في سوق المشتقات المالية يتولد عنه ربح يفوق في معدل الربح المتولد عن استثمار نفس المبلغ في السوق الحاضرة، كما أن الخسارة في تلك العقود تفوق مثلتها في السوق الحاضر. هذا يعني أن الاستثمار في العقود المشتقة ينطوي على قدر كبير من المخاطر وذلك بسبب خاصية الرفع التي تتميز بها المشتقات المالية.

سادسا. عدم وضوح القواعد المحاسبية: حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة

وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها. (1) **سابعاً. المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات:** تتميز الاستثمار في المشتقات المالية بالمخاطر الشديدة نظراً لارتفاع درجة المخاطر التي تحيط بأسعارها كونها تعتمد على التنبؤ بالمستقبل أساساً للاستثمار (2). وسنتطرق فيما بعد المخاطر التي تنشأ عن استخدام المشتقات المالية.

المطلب الثاني: مفهوم الهندسة المالية

لقد ساهمت عمليات الهندسة المالية وما تضمنته من ابتكار مالي في تقديم العديد من الأدوات المالية المبتكرة ومنها المشتقات المالية. وتشير الهندسة المالية إلى عمليات تصميم، تطوير، و تقديم أدوات مالية جديدة وأساليب تعامل مستحدثة، بالإضافة إلى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل في مجال التمويل.

الفرع الأول: الابتكار المالي

بما أن الهندسة المالية تعتبر كوسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، لذلك وجب علينا معرفة ما معنى عملية الابتكار المالي ومختلف مراحل تطورها التي غيرت مسارات علم المالية. **أولاً. مفهوم الابتكار المالي:** لفهم المشتقات والهندسة المالية يجب أولاً فهم عملية الابتكار المالي، الذي كان له الفضل الكبير في تحول النظام المالي العالمي. فالصناعة المالية مثلها كمثل الصناعات الأخرى يجب العمل على بيع منتجاتها لكسب الأرباح، فشركة الصابون مثلاً يجب عليها أن تدرك بأن هناك حاجة لمنظف ومنقي للنسيج في السوق وعليها أن تطور المنتج لملائمة الحاجة. وبنفس الطريقة لتزيد المؤسسات المالية من أرباحها عليها أن تطور منتجاتها لمنتجات أخرى جديدة لإشباع حاجات الزبائن، وبكلمة أخرى هو الإبداع الذي يكون مفيداً للاقتصاد ويقود إلى بقاءه ورفاهيته. وبذلك نستطيع التعبير عنها بأنها: "أي تغيير في المجال المالي والذي يحفز المؤسسات المالية على الإبداع الذي يكون ذو ربحية عالية". (3)

وإذا ما تحدثنا عن الابتكار المالي فليس بوسعنا أن نتجاهل واحداً من أبرز الاقتصاديين الذي ساهموا في إثراء علم الاقتصاد، ويقترن باسمه مصطلح الابتكار وهو الاقتصادي الأمريكي النمساوي "جوزيف شومبيتر" صاحب نظري التنمية الاقتصادية والذي دعا إلى الابتكار. والابتكار عند شومبيتر يقصد به:

– أن يجلب إلى السوق منتج جديد متميز عن غيره، وله وزنه في الأهمية.

(1) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 216.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 397.

(3) Frederic Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, (Addison Wesley, Boston, 7th edition, 2007), p 232.

- تقديم فن إنتاجي متقدم.

- فتح أسواق جديدة. (1)

ويعرف Freeman الإبداع بأنه "إدخال منتج جديد إلى السوق، أو إنتاج منتج موجود ولكن بطريقة جديدة" (2).

ولقد ساد الاعتقاد خلال العقود الأخيرة أن بإمكانية تكنولوجيا المعلومات (*) تغيير أسلوب عمل المنشآت. لذلك يرى Robin Finshman صاحب مؤلف "الخبرة والابتكار" أن التكنولوجيا كالهواء الذي نتنفسه، ولها تأثيرها على هيكل وأداء المنشآت. ولطالما كانت شركات التأمين والبنوك المستخدمين الرئيسيين لتكنولوجيا المعلومات بل ولصناعة الحاسبات ذاتها (3).

وتحدث هذه الإبداعات المالية للبحث عن طرق جديدة لتحقيق الأرباح و تقليل المخاطر، فالإبداع المالي قد يتضمن تغييرات في الآلات المالية (آلات الدفع الإلكتروني..). أو المؤسسات (البنوك..). أو ممارسات في الأسواق (التداول الإلكتروني..)، أو في المنتجات المالية (المشتقات المالية..). ويخفض الإبداع المالي من كلفة صفقة تحويل الأموال بين الأرصدة وبذلك تدنية أعباء الخدمات. كما أن عملية الإبداع المالي مثلها مثل أي إبداع في مكان آخر، فهي عملية مستمرة لمحاولة التميز في المنتجات والخدمات المالية. (4)

ثانيا. **تطور الابتكارات المالية:** هناك عدد من النظريات حول أسباب وجود ونشوء الابتكار المالي، لكن يمكن تلخيصها في أنها استجابة لقيود معينة تعوق عن تحقيق الأهداف الاقتصادية، كالربح والسيولة وتقليل المخاطرة. هذه القيود قد تكون قانونية، مثل منع عقود أو تعاملات معينة قانونيا، أو قيود تقنية مثل صعوبة نقل منتجات معينة، أو تحويل مواد إلى أخرى، أو قيود اجتماعية، مثل تفضيل نوع معين من المنتجات المالية على أخرى. ويعد السبب الرئيسي لظهور الابتكارات المالية منطلق الحاجة أم الاختراع،

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 78.

(2) David H. Gowland , **Financial Innovation in Theory and Practice**, Surveys in Monetary Economics : (volume 2 : 1991, Oxford) , p79.

(*) تكنولوجيا المعلومات : عرفتها منظمة اليونسكو بأنها تطبيق التكنولوجيات الإلكترونية للحاسب الآلي والأقمار الصناعية وغيرها من التكنولوجيات المتقدمة لإنتاج المعلومات الرقمية وتخزينها واسترجاعها، وتوزيعها، ونقلها من مكان إلى آخر.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 79.

(4) Çigdem Izgi kogar, **Financial Innovations and Monetary Control** ,The Central Bank of the republic of Turkey, May 1995 ; sur le site : www.tcmb.gov.tr ; le: 21/12/2012, à 17:08

فالحاجة لتجاوز هذه القيود لتحقيق الأهداف الاقتصادية هي التي تدفع المتعاملين للابتكار والاختراع، كما هو شأن النشاط البشري في سائر أوجه الحياة الإنسانية(1). ومن وجهة نظر ميرتون ميلير أن الفترة من منتصف الستينات إلى غاية منتصف الثمانينات كانت فترة فريدة من نوعها فقد شهدت العديد من الابتكارات المالية أكثر من أي فترة. فقد طورت الأسواق المالية العديد من المنتجات المالية الجديدة لنقل المخاطر و تجارة تبادل الأموال، ويرى بأن الابتكار المالي هي القوة الدافعة للنظام المالي العالمي لرفع مستوى الكفاءة الاقتصادية من خلال اقتسام المخاطر وتخفيض تكاليف الخدمات والمعلومات (2). ومن بين هذه الابتكارات التي ظهرت خلال هذه الفترة، الأورودولار وسندات أوروباوند، وابتكار بطاقات الائتمان خلال الستينات وهو الأمر الذي بعث الحياة في البنوك التجارية للبقاء.

ومع ذلك فإن عمليات الابتكار المالي ترجع إلى العصور القديمة فأول أشكال الابتكار المالي في العصور البدائية هو عملية القروض الأحادية من شخص لآخر. وهناك أدلة على أن القروض استخدمت في الحضارات القديمة وأنها تطورت طبيعياً لاقتسام المخاطر. وفي روما القديمة تطورت الأعمال المصرفية إلى مدى بعيد، فقد عرفت قبول الودائع وإقراض النقود. وظهور الصيارفة لم تكن من المسائل الظنية التي تحتاج إلى إقامة الدليل على صحتها فمن الثابت من الوثائق التاريخية للعصور الوسطى أن الكنائس كانت تدخر مكتنزات من النقود المعدنية والحلي والذهب والفضة، وكان يجري إقراضها للأمرء والحكام الذين كانوا في حاجة إلى النقود إما للقيام بالحروب أو للتخفيف من آثار المجاعات. أما الأدوات المالية المهمتان وهما الأسهم والسندات فكلاهما اقترن ظهورهما بظهور شركة المساهمة وتقدم الفن الإنتاجي وتم تطويرهما في القرن السادس عشر، فأول شركة مساهمة كانت روسية وتم تأسيسها عام 1953(3). إذ أدى التوسع الكبير في الأسهم وبذلك توسع سوق الطرح العام الأولي بعد الحرب العالمية الثانية إلى القدرة على تمويل التصنيع على نطاق واسع. فظهرت أسواق جديدة، في العديد من مجالات كالطيران والسيارات والترفيه، والمطاط الصناعي والنفط مما جعل الولايات المتحدة تدفع بنموها الاقتصادي نحو الاستثمارات الرأسمالية الضخمة.

ومع بداية الثمانينات كافحت الشركات للتعامل مع تحديات سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف. إذ وجد المصنعون أن التقلبات في سعر الصرف يمكن أن تمحو مزايا الأسعار بسبب عدم وجود آليات للتحوط. ويمكن لهذا الوضع أن يكون سبباً في إفلاس الشركات. فجاءت العقود المشتقة لسعر الفائدة

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، يومي 15 و 16 ديسمبر 2010، جامعة الكويت، ص 4.
 (2) Peter Tufano, **Financial Innovation**, (June 16, 2002, Harvard Business School), p 3, 4
 (3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 87.

لتوفير القدرة على الدفع أو الحصول على مبلغ من المال بفائدة معينة، وبذلك أصبحت لها القدرة على التحوط من أخطار تقلبات سعر الصرف، وتعتبر السوق المشتقة بمعدل الفائدة الآن الأكبر في العالم. ولخلق أدوات مالية طويلة الأجل ذات معدل ثابت، ظهرت سندات الشركات ذات العائد العالي وذلك لتمويل نمو الشركات والصناعات الناشئة. وكانت هذه السندات مفيدة بشكل خاص للشركات التي عانت من صدمات التغيير في سعر الفائدة خلال السبعينات، وعدم قدرة البنوك على إقراضها. ونتيجة للتدفقات النقدية الكبيرة باعتبارها شركات ذات إمكانيات مستقبلية عالية حيث تحولت أسماء بارزة مثل (McCaw Cellular, Cablevision, Barnes & Noble...) إلى السوق ذات العائد العالي لتمويل نموها(1).

ويقابل الابتكارات في الأسواق المالية التقدم الهائل في تكنولوجيا الكمبيوتر، إذ لا يمكن للمرء التفكير في النظم المالية الحديثة دون التفكير في أجهزة الكمبيوتر التي تعالج المعلومات المالية، فالتغيرات الهيكلية وزيادة التقلب في الأسواق المالية منذ السبعينات وكذلك الاتجاه المتزايد من التعقيد في تصميم المنتجات المالية يحتاج إلى التقنيات الكمية المناسبة(2).

الفرع الثاني: الهندسة المالية

ظهرت في السنوات الماضية مفهوم جديد في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي وهو ما يطلق عليه الهندسة المالية Financial Engineering، وظهرت استجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر التي تواجهها مختلف المؤسسات والهيئات، فهي عبارة عن حلول إبداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف وأسعار السلع لم يعد موثما لظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات. (3)

وشبهت الهندسة المالية بالهندسة المعمارية والمهندس المالية بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلال استعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية وإمكانية تصميم وبناء التشكيلات المختلفة باستعمال الأدوات المالية الجديدة. ويقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال استراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية

(1) Franklin Allen, Glenn Yago, Financing the Future : Market-Based Innovations for growth, (series on Financial Innovation : 2010, Wharton school Publishing, Milken Institute, new Jersey), p p 15, 16.

(2) Yuh-Dauh Lyuu, Financial Engineering and Computation : Principles, Mathematics, Algorithms, (United Kingdom Cambridge University Press,USA, 2004) , p 2.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 8.

وقدراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة أخرى، من أجل تحديد إستراتيجية الهندسة المالية المثلى من وجهة نظر المتعاملين (1).

أولاً. تعريف الهندسة المالية: يطوق مصطلح الهندسة المالية على العديد من التقنيات المطبقة

والتي تعتمد على البحث والتطوير، ويرتكز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة ويجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر.

الهندسة المالية (Financial Engineering) مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبي من حيث المصطلح والتخصص، ومعظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، لهذا نجد اختلاف تعريفات هذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه. حيث يعرف بعض الباحثين الهندسة المالية بأنها: "التصميم، والتنفيذ، لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل." ويشير بذلك إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة وهي:

- ابتكار أدوات مالية جديدة، مثل بطاقات الائتمان.
 - ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.
 - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية للمشاريع. والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، ولذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه. (2)
- وعرفها Don M Chance بأنها "عملية خلق منتجات مالية جديدة وتعتبر الابتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر" (3).

أما Smith فقد عرفها بأنها "بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم". (4)

أما من وجهة نظر الأسواق المالية فإلى مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحلي البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، ويأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات... إلخ، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين الفهم الأفضل

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، (مؤسسة الوراق، الأردن، 2007)، ص ص 21، 22.

(2) سامي سويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص 5.

(3) Don M. Chance , Robert Brooks, An Introduction to Derivatives and Risk Management, (Thomson Higher Education by South-Western, Seventh Edition, Canada, 2006), p 4.

(4) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 93.

للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات (1).
ومما سبق يمكننا إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها " مجموعة متعددة وواسعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتقييد والاندماج وإعادة الهيكلة للشركة وغيرها من الأنشطة المالية" ويضيف روبرت ميرتون (حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد في مجال المشتقات) أن عملية الهندسة المالية يمكن النظر إليها كعملية بناء لأدوات مالية معقدة لا تختلف في مضمونها عن قوالب البناء في تشييد المباني، ولكن عناصر البناء هنا هي الأدوات المالية الموجودة كالعائد، مخاطر الائتمان، مخاطر الأسعار، ومخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف، أما المباني فهي المنتجات المالية الجديدة.
والسؤال هنا الذي يجول في الأذهان هو: هل الهندسة المالية والابتكار المالي شيء واحد؟
ويجيب ميرتون على هذا السؤال بقوله: أن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وأنها منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها. ويستفاد مما تقدم أن الهندسة المالية والابتكار المالي ليس شيئا واحدا، وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منها على الأخرى. فالحاجة تدفع على الابتكار، والابتكار تعتمد على الهندسة المالية والتي يتوفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها فضل سبق في تقديمها لعملائها. (2)

ثانيا. نشأة الهندسة المالية وعوامل ظهورها: إن السبب الرئيسي لوجود الهندسة المالية هو وجود القيود المتعددة سواء على المستوى الاقتصادي، السياسي أو الاجتماعي، كذلك فإن التغير السريع للبيئة حتم على المنشآت من أن تكتشف وسائل وأدوات تستطيع من خلالها صد الأخطار المحيطة بها، أو على الأقل تخفيف هذه الأخطار ومن ثم إبعاد شبح الخسائر والفشل. وفي غالب الأحيان فإن الوافع ناتجة من طبيعة المجتمع وتقاليد وأعرافه وحتى إيديولوجيته وخلفيته الفكرية يكون سبب لوجودها، فالنظام الاقتصادي السائد هو الذي يساعد على الدفع باتجاه معين حتى وإن لم يكن هذا الاتجاه قانونيا أو غير مشروع فالمذهب الاقتصادي الرأسمالي مثلا يختلف عن النظام الاشتراكي أو الشيوعي أو الإسلامي (3).

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص 2.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 83.

(3) علي البصري، الأزمة المالية والآثار السلبية لمنتجات الهندسة المالية، راديو النور: 12 أبريل 2009، العراق، على الموقع:

في مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة مثل Fisher Black & Rechar Roll لتطوير منتجات أسواق المال،

وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زاد الاستعانة بالأكاديميين.

وفي منتصف الثمانينات أصبحت عمليات الهندسة المالية أكثر قبولا وانتشارا، وقد ساهمت العديد من العوامل في نموها، ومن بينها المخاطرة التي كانت دائما حاضرة، خاصة مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف فقد زادت زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة. واستفادت بورصة نيويورك للأوراق المالية كثيرا من البحوث والدراسات التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، كما أن تطور الكمبيوتر قد أدى دورا بارزا في تقدم صناعة الهندسة المالية(1). وفي عام 1992 أنشئ الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين (IAFE) The International Association of Financial Engineering لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو 2000 عضوا من شتى أنحاء العالم.(2) ولقد شهد العقدان الماضيان نموا متصاعدا للهندسة المالية، وكان ذلك بفعل مجموعة من العوامل المتفاعلة، والتي أدت إلى تشكيل بيئة مناسبة لها، وقد تم تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين، الأولى عوامل بيئية داخلية تتعلق بالمنشأة نفسها والتي تملك بعض السيطرة عليها كاحتياجات السيولة وتدنية المخاطر. أما الثانية فهي عوامل بيئية خارجية والتي لا تمتلك المنشأة السيطرة المباشرة على إدارتها إلا أنها في الوقت ذاته لها ارتباط كبير بها وتشمل التغيرات الكبيرة التي طرأت على الأسعار في أسواق السلع والمال منذ منتصف السبعينات وزيادة حدة المنافسة بين المنشآت المالية والمصرفية فضلا عن التطورات التكنولوجية المتسارعة في المعلوماتية والإتصالية وكذا التطورات في مجال تمويل المنشآت(3). ويمكن إيجاز أهم العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله إلى أرض الواقع فيما يلي(4):

1. ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل : من وظائف الوسطاء الماليين تسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدات العجز المالي. ويمكن القول بان هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظريا، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوساطة المالية.

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 92، 93.

(2) محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع . ورهانات المستقبل، يومي 23 و 24 فيفري 2011، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة غرداية، ص 5.

(3) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص 33، 34.

(4) أبو ذر محمد أحمد الجلي، الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، على موقع:

ولكن هذا العمل يؤدي لشيء من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة. وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه ال وسطاء المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً. ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار والابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

2. تطور تقنية المعلومات وانخفاض تكلفة الاتصالات وتبادل المعلومات : مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء من حيث حدوده ومفهومه أو طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذا السوق مثل ماهية النقود نفسها ، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء ، ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تتعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسله. ونظراً لان هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير. وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة ، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبله.

3. ظهور مفهومي الكفاءة (efficiency) والفاعلية (effectiveness) ك معايير تراعى عند إصدار الأدوات والأوراق المالية : يعنى مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه ، بينما تعنى الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة، بسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة الفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء ، ولذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض.

يمكن كذلك إضافة أسباب أخرى ساعدت على ظهور الهندسة المالية واتساع انتشارها ومن أهم هذه الأسباب (1):

– زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة: حيث أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلي والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع.

(1) محمد كريم قروف، مرجع سابق، ص 6.

– زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها: فقد أصبحت التقلبات في الأسعار خاصة بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال، والتحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة، كل هذا أدى إلى التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها، ونتيجة لذلك أصبح من الضروري إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية. وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق النقدية وفي أسواق رأس المال، وكذلك الأسواق الجديدة.

– محاولة الاستفادة من النظام المالي: إذ يعبر النظام المالي عن الهيئات والأعوان والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل، وللآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم. وتتوقف فعالية النظام المالي على قدرته في تعبئة الادخار وضمان أفضل تخصيص للموارد. وهو ما يدفع الأعوان الاقتصاديين إلى التفكير في كيفية الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون فيها، وبشكل كفاء، وكذا في تطوير أدوات أو آليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية، أو لاستغلال الفرص الاستثمارية.

المطلب الثالث: أنواع أسواق المشتقات المالية والمتعاملون فيها

تتداول الأدوات المشتقة إما في السوق غير المنظم وهو سوق بين السماسرة أو السوق المنظم، ويستخدمها العديد من المستثمرين حسب احتياجاتهم واستراتيجياتهم المتعددة التي تعتمد على المضاربة والمراجحة والتحوط.

الفرع الأول: أنواع أسواق المشتقات المالية

لا تعتبر المشتقات المالية مفهوماً جديداً فقد كان تداول العقود الآجلة لإدارة مخاطر الأسعار جزءاً لا يتجزأ من تجارة السلع المادية لعدة قرون. أما في شكلها الجديد فقد بدأ بالظهور في السنوات الـ 25 الماضية من طرف مؤسسات للبحث عن سبل لإدارة مخاطر الأسعار التي قد يتعرضون لها(1). ويتم تداول الأدوات المشتقة إما في الأسواق المنظمة أو ما تسمى بالبورصة (Organized Exchanges) أو الأسواق غير المنظمة أو أسواق فوق الحاجز OTC (Over-the-Counter) فبالنسبة للعقود المالية التي يتم التداول بها في البورصات المنظمة، فإن شروطها تكون نمطية بالنسبة لأجلها

(1) Gillian Finbow, Mike Shemwell, **Derivatives statistics: a report of a half-day meeting of the Financial Statistics Users' Group**, (Monetary & Financial Statistics: November 1999, by Bank of England), p 1.

وحجمها وشروط التسليم. أما بالنسبة للعقود المالية المشتقة المتاجر بها والمتداولة في الأسواق غير المنظمة فإن شروطها تكون مصممة طبقاً لاحتياجات المستثمرين وغالباً تحدد هذه العقود السلع والأدوات المالية وآجالها والتي لا تتوفر في أي سوق أخرى.

أولاً. السوق المشتقات غير المنظم أو سوق فوق الحاجز (OTC) Over-the-Counter:

وتتكون تلك السوق من مجموعة سماسرة منتشرون في مدن مختلفة الذين يتعاملون بالمشتقات المالية. وقد كان هذا السوق غير مهم حتى عهد قريب. ولكن أهميته أخذت تتزايد بعد تطور سبل الاتصال وأجهزت الحاسب الآلي بحيث أصبحت مكاتب السماسرة رغم بعدها الجغرافي تكاد تتصل، ضمن شبكة متطورة، بالأسواق والمتعاملين في السوق. وكثيراً ما تكون القيود على العقود التي يتعامل بها السماسرة خارج البورصة أقل تشدداً، بالمقارنة بالمعاملات في البورصات، الأمر الذي يمكنهم من التعامل بشكل أكثر مرونة (1). ويتم عقود المشتقات عن طريق التفاوض بين الطرفين وهذا التفاوض هو الذي يحدد السعر وكذا مختلفة الشروط مثل مدة العقد، والمبلغ المطلوب، وتفاصيل التسليم، وما إلى ذلك ...

وعقود المبادلة هي العقود الرئيسية التي يتم تداولها بهذا الطريقة لتبادل أسعار الفائدة الثابتة والعائمة، وتبادل العملات. وكذا تداول العقود الآجلة تتم من خلال هذه الأسواق خارج البورصة. والعيب الرئيسي لهذه هو عدم وجود السيولة بسبب تراكم المواقف (2).

فطبيعة سوق المشتقات الغير منظم يتميز بالغموض فالعقد الذي يكون بين طرفين تتضمن مجموعة خاصة من صعوبات . فعند المقابلة يصبح ال مستثمر قلق حول الصحة المالية لطرف الآخر، فطبيعة المستثمرين أنهم كثيري التحرك من تداول لآخر -عن طريق التجديد- ومن متعامل لآخر، وذلك لحماية أنفسهم. ولكن هذه العملية تكون صعبة التنفيذ بسرعة والحجم المطلوب ، نتيجة الطبيعة المعقدة لعملية تسهيل الأصول في هذا السوق . وبطبيعة الحال، أدى هذا الغموض في سوق المشتقات OTC إلى عدم معرفة المتعامل للوضع المالي للطرف المقابل للعقد ، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع نسبة المخاطرة خاصة مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة... (3) وسيتم التطرق إلى مختلف المخاطر لاحقاً. وبذلك تتمتع أسواق المشتقات OTC بعدة سمات مقارنة مع المشتقات المتداولة في البورصة ومن أهم هذه السمات (4):

- لا توجد حدود رسمية مركزية في المواقف الفردية، نفوذ، أو التهميش؛
- لا توجد قواعد رسمية للخطر وتقاسم الأعباء؛

(1) محمد بن علي القري، الأسواق المالية، (دار حافظ، جدة، 1995) ص ص 15، 16.

(2) Aurele Chehmana et d'autres, **Les produits dérivés**, 2005, p8, sur le site :

inventin.lautre.net/livres/J-P-Tarte-Les-produits-derives.pdf; le: 28/07/2011, à 22:35

(3) William C Dudley, **Reforming the OTC derivatives market**, 19 March 2012, Harvard Law School's, New York, p1, sur le site :

bis.org/review/r120323b.pdf?frames=0; le: 09/06/2012, à 00:53

(4) **Derivatives Market (Dealers) Module**, NSE's Certification in Financial Markets, National Stock Exchange Of India Limited, 2010, p7, sur le site :

www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM_rev.pdf; le: 08/06/2012, à 23:05

- لا توجد قواعد رسمية أو آليات لضمان استقرار السوق وسلامته، وحماية المصالح الجماعية للمشاركين في السوق؛

- وبوجه عام، وعقود OTC لا تنظم من قبل السلطة التنظيمية، بل يكون عبارة عن تنظيم وتبادل ذاتي. ومهما كانت بشكل غير مباشر من النظم القانونية الوطنية، والإشراف على الأعمال المصرفية ومراقبة السوق.

ويتم تنظيم تداول المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة بعدة طرق، ويطلق على السوق الأول بالسوق "التقليدية" "Traditional" " أو ما يسمى سوق المتعامل Dealer Market، ويسمى الثاني سوق الوساطة الإلكترونية Electronically Brokered Marke ويسمى الثالث سوق منصة تداول الملكية Proprietary Trading Platform Market.

I. سوق المتعامل التقليدي Traditional Dealer Market: وقد جرت العادة في الأسواق خارج البورصة أن يكون تنظيم التداول حول متعامل أو أكثر من الذين يصنعون السوق من خلال الحفاظ على العرض ونقلها إلى المشاركين في السوق. وتجرى عادة التفاوض على أسعار التنفيذ عبر الهاتف، على الرغم من أن العملية يمكن تعزيزها من خلال استخدام لوحات الإعلانات الإلكترونية من قبل المتعاملين لنشر أسعارها وحصصها. وتعرف عملية التداول والتفاوض عن طريق الهاتف، سواء أن كان بين المستخدم النهائي ومتعامل أو متعامل إلى متعامل، وبالتداول الثنائي لأنها تكون بين مشاركين اثنين في السوق وتكون إما بالقبول أو بالرفض. وهذا التداول الثنائي، لا تعتبر تداول سهل وسريع لأنها ليست متعددة الأطراف. ويكون للمتعامل خطوط هاتف مباشرة بينهم وبين المشاركين آخرين، ويتيح الاتصال الفوري بحيث يمكن لأحد المشاركين في السوق استدعاء متعامل والتفاوض معه، ويدعو آخر وبذلك يستطيع مسح ودراسة مختلف عروض المتعامل في ثوان معدودة، ويمكن لسلسلة سريعة من مثل هذه الدعوات أن تعطي للمستثمرين وجهة نظر عن السوق لا تختلف تماما عن وجهة نظره التي سيتم الحصول عليها من خلال مراقبة عملية التفاوض متعددة الأطراف. (1)

II. سوق الوساطة الإلكترونية Electronically Brokered Marke: وقد تكيفت الأسواق غير المنظمة للمشتقات أيضا مع التقنيات الإلكترونية الجديدة والربط الشبكي لتداول هذه الأدوات، وتمكن أهمية استعمال التكنولوجيا في تشكيل أسواق خارج البورصة باستخدام الوساطة الإلكترونية من خلال استخدام منصة السمسرة الإلكترونية (يشار إليها بنظام الوساطة الإلكترونية)، وفي جوهر هذه المنصات السمسرة الإلكترونية نفس منصات التداول الإلكترونية المستخدمة من قبل سوق التداول، وذلك لخلق بيئة متعددة الأطراف. إذا كانت منصة السمسرة الإلكترونية يطابق تلقائيا العطاءات والعروض، وذلك لتنفيذ الصفقات، فتعرف بالبورصة لأنها تفتح باب المشاركة متعددة الأطراف (أي مطابقة أسعار البيع والشراء لتنفيذ الصفقات) من قبل العديد من الأطراف. أما إذا كانت تعمل كمجرد لوحة نشرات إلكترونية لطرح

(1) Marco Avellaneda & Rama Cont, Trade Transparency in OTC Equity Derivatives Markets, January 2011, p p11-12.

العطاءات والعروض، ثم يتم استبعادها من تعريف البورصة . فالسوق غير المنظم للمشتقات المالية الذي يتم من خلال منصة السمسرة الإلكترونية، فالشركة التي تشغل المنصة تعمل كوسيط فقط وليس اتخاذ موقف أو كطرف مقابل في أي من هذه الصفقات التي تمت من خلال هذا النظام. وبذلك يعتبر التداول باستخدام السمسرة الإلكترونية كمنصة لتبادل المعلومات، وفي هذه الحالة فالصفقات التي تتم من خلال هذه المنصة تحوي على العديد من المخاطر خاصة خطر الطرف المقابل أو ما يعرف بخطر الائتمان.

(1)

III. سوق منصة تداول الملكية Proprietary Trading Platform Market: ونوع آخر

من الصفقات وجدت في الأسواق خارج البورصة للمشتقات هو مركب من تداول التقليدي للمتعامل ومنصة السمسرة الإلكترونية، ويمكن لمتعامل المشتقات OTC أن يضع أدواته الخاصة به في منصة التداول الإلكتروني. لاحظ استخدام مصطلح التداول الإلكتروني وليس الوساطة، لأنها منصة التعامل ولا تعمل كوسيط محايد. إذ تنشر العطاءات والعروض حصريا من قبل المتعامل وعلى المشاركين الآخرين في السوق ملاحظة ومراعاة هذه الأسعار، وكذا أسعار التنفيذ. وتعتبر أفضل طريقة من طرف واحد (المتعامل) إلى عدة أطراف، وفي هذا التداول الإلكتروني، أو التعامل، أو هذه المنصة، فالمتعامل هو الطرف المقابل في كل تداول وبذلك فهو الذي يتحمل مخاطر الائتمان في السوق. (2)

ثانيا. السوق المنظم ETDs Exchange-traded derivatives: وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات. ولقد طورت الأسواق المنظمة آلية من شأنها تخفيض من المخاطر التي اتخذها الطرفان، ووضعت معايير معينة تضمن بيع وشراء المنتجات المشتقة في السوق. كما يحتفظ الأطراف أيضا بحرية التفاوض دون تدخل من إدارة البورصة، ولكن يتم تنفيذ الوظائف (الالتزامات) من قبل الهيئة المنظمة للبورصة. ويطبزم الأطراف بتقديم هامش خدمة لمختلف الجهات الفاعلة في البورصة. ولقد ساعدت هذه البورصات على الحد من نقص السيولة التي تتميز بها السوق غير المنظم. فتنظيم أسواق المشتقات المالية تضمن لهم تبادل المعلومات وامتنال طرفي العقد أثناء تنفيذ العقد (شراء أو بيع). وهذا النظام يضمن استمرارية التداول المشتقات في الأسواق. كما أن السوق المنظم يوفر ميزة كونها تسيطر عليها خدمة اللوائح، وبالتالي تجنب سوء المعاملة. فعلى سبيل المثال: الجهة التنظيمية لبورصة Montréal صدر قرار تأديبي 20 ديسمبر 2002 ضد عقود المشتقات لشركة فيمات FIMAT كندا. وذلك بسبب انضمام موظف إلى نظام Montréal الآلي للمعاملات التي تشمل الخيارات في العقود الآجلة دون الحصول على إذن مسبق. (3)

الفرع الثاني: المتعاملون بالمشتقات المالية

- (1) Randall Dodd, *The Structure of OTC Derivatives Markets*, ("The Financier", Vol. 9, Nos. 1- 4, 2002), p 2 .
- (2) Marco Avellaneda & Rama Cont , Op. Cit, p 12.
- (3) Aurele Chehmana et d'autres, Op. Cit, p8.

يمكن تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى ثلاث فئات هم المتحوطون، المضاربون والمراجحون. وبوسع كل احد يسعى إلى الربح أن يقبل المخاطرة ويغتنم عائدها، أو يتحوط ضد المخاطر فيلجأ إلى عقود المشتقات، والناس بين عاشق للمخاطرة ورافض لها.

أولا. المتحوطون: تهتم بالتعامل في الأصول المالية باستخدام المشتقات المالية من أجل التقليل بقدر الإمكان من الخسائر عن طريق اتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق حتى يحموا أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق من حركته(1). فإذا كان لدى أحد المستثمرين مثلا محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار السهم أو الأسهم التي يمتلكها، فما عليه سوى اللجوء إلى المشتقات المالية، وذلك بتحويل مركزه الطويل إلى مركز قصير لتخفيض مخاطر انخفاض السعر، أي إبرام عقد بيع مستقبلي لهذه الأسهم(2). لنفترض أن شركة أمريكية ما تعلم أن عليها أن تدفع مبلغ مليون جنيه إسترليني لواحد من مورديها البريطانيين خلال 90 يوما، وهي تواجه مخاطرة كبيرة متصلة بسعر الصرف، تتوقف تكلفة تسديد المبلغ بالدولار الأمريكي - على سعر صرف الجنيه الإسترليني في 90 يوم. فالشركة تستطيع اختيار التحوط عن طريق الدخول في عقد أجل طويل لشراء مليون جنيه إسترليني خلال 90 يوم مقابل 1605600 دولار أمريكي. ويكون تأثير ذلك العقد هو تحديد سعر الصرف الذي سيسري على الإسترليني الذي تحتاجه.

ولا يتطلب هذا التحوط باستخدام أسعار الصرف الآجلة دفعة مبدئية، وفي بعض الظروف يوفر للشركة مبلغا ماليا كبيرا، إذا ارتفع سعر الصرف إلى 1.7 يكون حال الشركة أفضل في حالة ممارستها للتحوط، إذ تحقق في هذه الحالة مكسب قدره 94400 دولار، وفي حالات أخرى قد تتمنى الشركة لو أنها لم تقدم على ممارسة التحوط، وذلك إذا هبط سعر الصرف إلى 1.5 ففي هذه الحالة يؤدي التحوط إلى أن يكون الناتج أسوأ بمقدار 105600 دولار مقارنة بحالة عدم القيام بالتحوط.

وكبديل للعقد الآجل، تستطيع الشركة أن تشتري عقد خيار شراء لتملك مليون جنيه إسترليني بسعر صرف معين مثلا 1.6 في 90 يوما، وإذا ثبت أن سعر الصرف الفعلي في نهاية 90 يوما هو 1.6، فإن الشركة تمارس خيار الشراء وتشتري ما تحتاجه من الإسترليني نظير 1600000 دولار بموجب العقد، أما إذا ثبت أن سعر الصرف الفعلي أقل من 1.6 فإن الشركة تشتري الإسترليني من السوق بالطريقة المعتادة وتتخلى عن خيار الشراء، وهذه الإستراتيجية تمكن الشركة من تأمين نفسها ضد تحركات أسعار الصرف غير المواتية والاستفادة في الوقت نفسه من التحركات المواتية، وبالطبع فهذا التأمين له تكلفة،

(1) المشتقات المالية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الثاني، ديسمبر 2009. على الموقع:

kibs.edu.kw/pdf-doc/publications/Edaat/FinancialDerivatives.pdf; le: 01/05/2012, à 21:19

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، (منشأة المعارف، مصر، 1999)، ص 645.

ففي العقود الآجلة لا تتطلب تكلفة مبدئية في حين أن عقود الخيار لها تكلفة والتمثلة في العلاوة المدفوعة لشراء العقد (1).

ثانياً. المضاريون: ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم بمساعدة اثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جداً، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جداً، إذا ما حققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل (2). فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن أسعار عقود المشتقات المالية على أصل ما بتاريخ تسليم ما، ستكون أقل

من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ عقد المشتق المالي. فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود المشتقة في تاريخ التسليم، سوف تكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في ذات التاريخ، فسوف يأخذون مركزاً قصيراً أي يبيعون عقوداً مشتقة (3).

ولتوضيح هذه الفكرة لنأخذ مثال عن مضارب تعاقد على احد عقود المشتقات لشراء أسهم بسعر تنفيذ 100 دولار للسهم، وهو يتوقع أن ترتفع قيمته بـ 10 في تاريخ الاستحقاق، أي يصبح سعر السهم 110 دولار فيربح 10 دولار عن كل سهم. إذا فرضنا انه يدفع مكافأة عن كل سهم تقدر بـ 1 دولار، وأنه قد تحققت توقعاته في تاريخ الاستحقاق، أي أصبح سعر السهم 110 دولار عندئذ يحقق هذا الضارب ربحاً عن كل سهم مقداره 09 دولار حيث يكون قد ربح 10 دولار وخسر دولار كمكافأة، وبالتالي فقد حصل على 9 دولار من استخدامه لـ 01 دولار فقط فيكون معدل ربحه 900 وذلك هو اثر الرفع المالي (4).

ثالثاً. المراجحون: وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية عندما يجدون أن هناك فرق بين سعرين لأصل معين بين سوقين أو أكثر (5)، إذ تشتري من السوق منخفض السعر ثم يبيعون في نفس الوقت في سوق مرتفع الأسعار وبالتالي يحققون ربح عديم الخطر (6). ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - مفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبة - (الدار الجامعية، إسكندرية، 2001)، ص 29، 30.

(2) سحنون محمد، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 4.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 644.

(4) سحنون محمد، محسن سميرة، مرجع سابق، ص 4.

(5) محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص 126.

(6) طارق عبد العال، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، (الدار الجامعية، مصر، 2009)، ص 59.

لنفرض أن سهم معين يتم تداوله في بورصات الأسهم في لندن ونيويورك، وأفترض أن سعر السهم 172 دولار في نيويورك، 100 جنيه إسترليني في لندن في الوقت الذي كان فيه سعر الصرف 1.75 دولار للجنيه الإسترليني الواحد. وهكذا يستطيع الشخص الذي يمارس عملية المراجعة أن يشتري 100 سهم من أسهم هذه الشركة في نيويورك وبييعها في سوق لندن، ويحصل بذلك على ربح عديم المخاطرة هو: $(100 \times 1.72 \text{ دولار}) - (100 \times 1.75 \text{ دولار}) = 3 \text{ دولار}$. أي ربح قدره 300 دولار (1).

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - مفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبة -، مرجع سابق، ص 32.

المبحث الثالث: تطور أسواق المشتقات المالية

تتاح للمؤسسات المتمتعة بالجدارة الائتمانية في البلدان المتقدمة إمكانية الحصول على مجموعة متنوعة من الأدوات المالية للتحوط ضد المخاطر: مقايضات أسعار الفائدة والعملات ، والعقود الآجلة ، والعمليات الآجلة وخيارات البيع والشراء الخاصة بأسعار الفائدة والعملات والسلع، وغيرها من المشتقات. وقد نما بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة خلال السنوات الأخيرة. فمنذ بدء التعامل بالمشتقات نمت سوق هذه الأدوات نموا هائلا وبلغ حجم تداولها سنة 2011 حوالي 1411 تريليون دولار أمريكي. ولكن الشركات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه التطورات.

إن اعتبارات المخاطر القطرية والمتطلبات الائتمانية الصارمة في أسواق المشتقات المالية قد تمنع حتى أقوى الشركات متمتعاً بالجدارة الائتمانية في البلدان النامية من الوصول إلى أسواق أدوات إدارة المخاطر المالية. والأدوات المشتقة المتاحة عادة للبلدان النامية هي تلك التي تتضمن أدنى تعرض للمخاطر الائتمانية، مثل مبادلة أسعار الفائدة القصيرة الأجل. مع أن هذه الأدوات لإدارة المخاطر قد تكون مفيدة، فإنها قد لا توفر أكثر استراتيجيات التحوط فعالية بالنسبة لكثير من المتعاملين. وفي بعض الحالات، قد يكون بالإمكان الحصول على أدوات أطول أجل لإدارة المخاطر ، ولكنها تتطلب أن تقدم الشركة المعنية ضمانا بطرق قد تكون باهظة التكلفة. ولهذا سنتطرق في هذا المبحث لنمو أسواق المشتقات على الصعيد العالمي وعلى مستوى الأسواق الناشئة كما سنتطرق لتجارب تداول المشتقات المالية لبعض الأسواق الناشئة(1).

المطلب الأول: نمو الأسواق العالمية للمشتقات المالية

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقود الأخيرة سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات أو من ناحية تنوعها أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات. وسنتطرق هنا كيف استطاعت هذه الأسواق إلى تحقيق مستوى عالي في التطور والنمو في مدة تعتبر قصيرة نوعا ما.

الفرع الأول: تطور الحجم الكلي للمشتقات المالية

شهدت الفترة الأخيرة تزايد الاهتمام بصناعة المشتقات المالية سواء من حيث حجم التعامل بأدواتها الجديدة أو من حيث تنوعها، فقد شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع، أو من حيث اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات (2)، فهي تعتبر فئة هامة من الأدوات

(1) أدوات وخدمات المشتقات المالية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية IBRC، على الموقع:

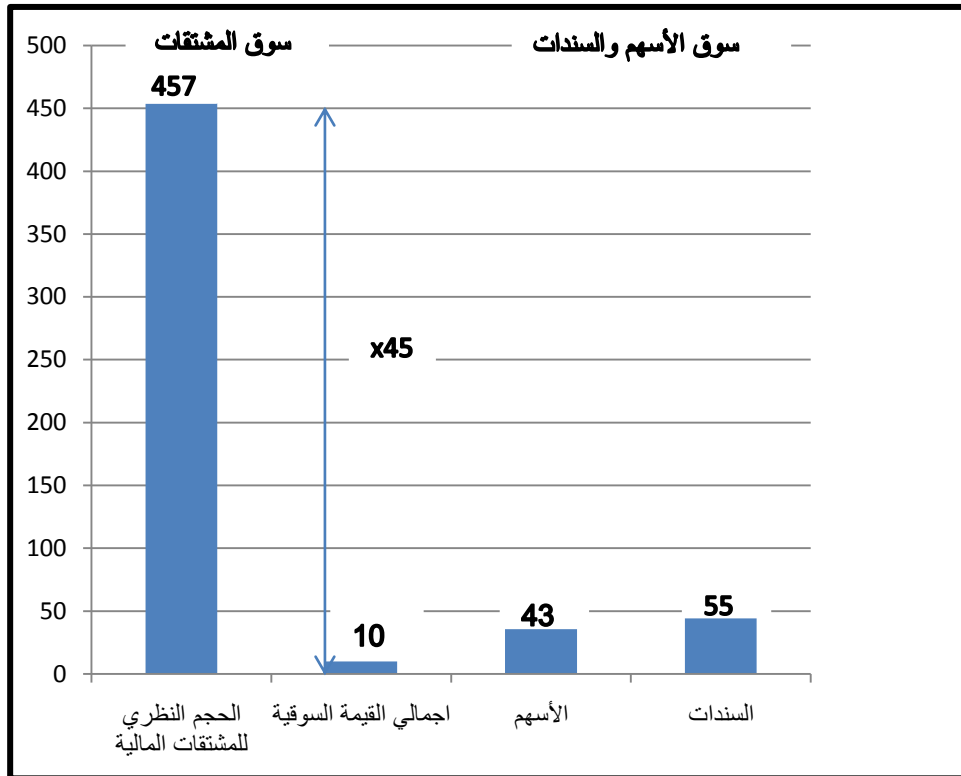
kantakji.com/markets-المشتقات-المالية-أدوات-وخدمات.aspx ; le: 07/01/2014, à 17:16

(2) سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، الملثقي الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات

الأفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة شلف، ص 11.

المالية في أسواق رأس المال، وتوفر استراتيجيات مختلفة للحماية ضد المخاطر كما لها الكثير من الاستراتيجيات الاستثمارية المبتكرة. فمضد حوالي 25 عاما كانت سوق المشتقات المالية صغيرة. ولكن منذ ذلك الحين نمت بشكل لافت للأنظار - بحوالي 24% سنويا في العقد الأخير - في سوق كبيرة وعالمية حوالي 457 تريليون € في سنة 2007، إذ لم تشهد أي فئة أخرى من الأدوات المالية مثل هذا النمو.

الشكل رقم (02) : حجم ونمو المشتقات المالية العالمية، وأسواق الأسهم والسندات (تريليون €)

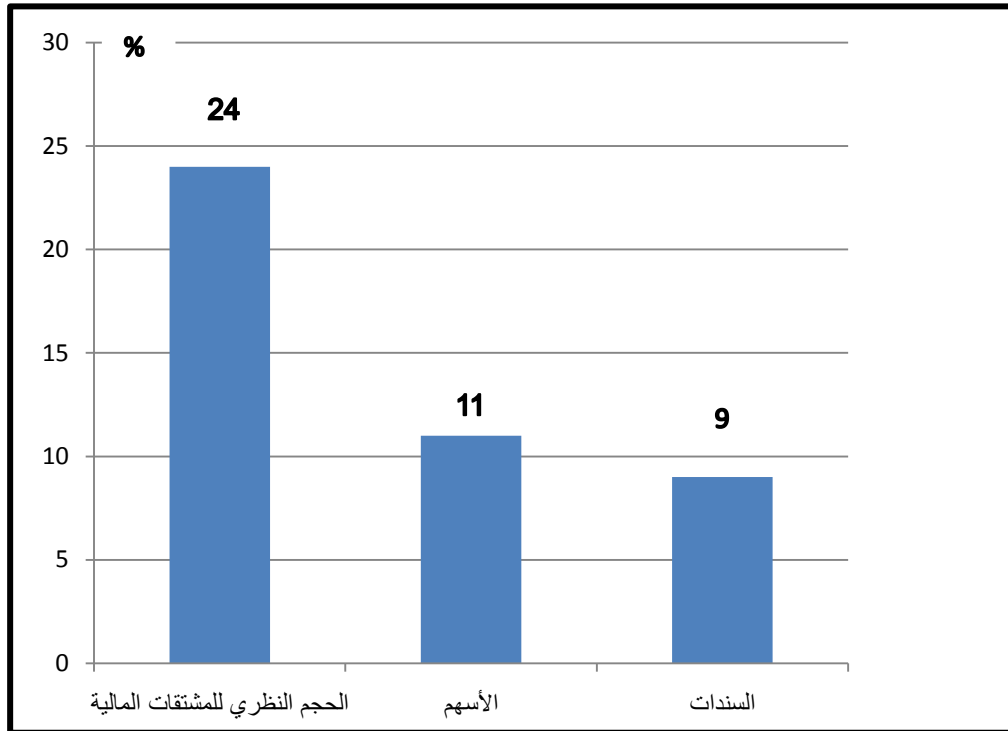


Source : **The Global Derivatives Market An Introduction**, Deutsche Borse Group, p11, sur le site : math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf; le:13/10/2011, à 21:35

وبذلك يعتبر سوق المشتقات المالية هو أكبر جزء من أسواق رأس المال العالمية. فقد وصلت في 2007 إلى 457 تريليون يورو من حيث الحجم الافتراضي المعلق، وهو أكثر من أربع مرات من أسواق الأسهم العالمية وأسواق السندات وتقاس من حيث القيمة السوقية . ومع ذلك، يقدر إجمالي القيمة السوقية (*) لجميع المشتقات بلغ فقط 10 تريليون يورو، والذي هو أقل كثيرا من أسواق الأسهم والسندات بقيمة سوقية من 43 تريليون و55 تريليون يورو، على التوالي.

(*) إجمالي القيمة السوقية للمشتقات: تعرف بأنها مجموع القيم السوقية الإيجابية لجميع أنواع عقود المشتقات المعلقة (المحدد من قبل بنك التسويات الدولية).

الشكل رقم (03): معدل النمو السنوي للمشتقات المالية العالمية، وأسواق الأسهم والسندات من 1995 إلى 2007 (%)



Source : *The Global Derivatives Market An Introduction*, p 11.

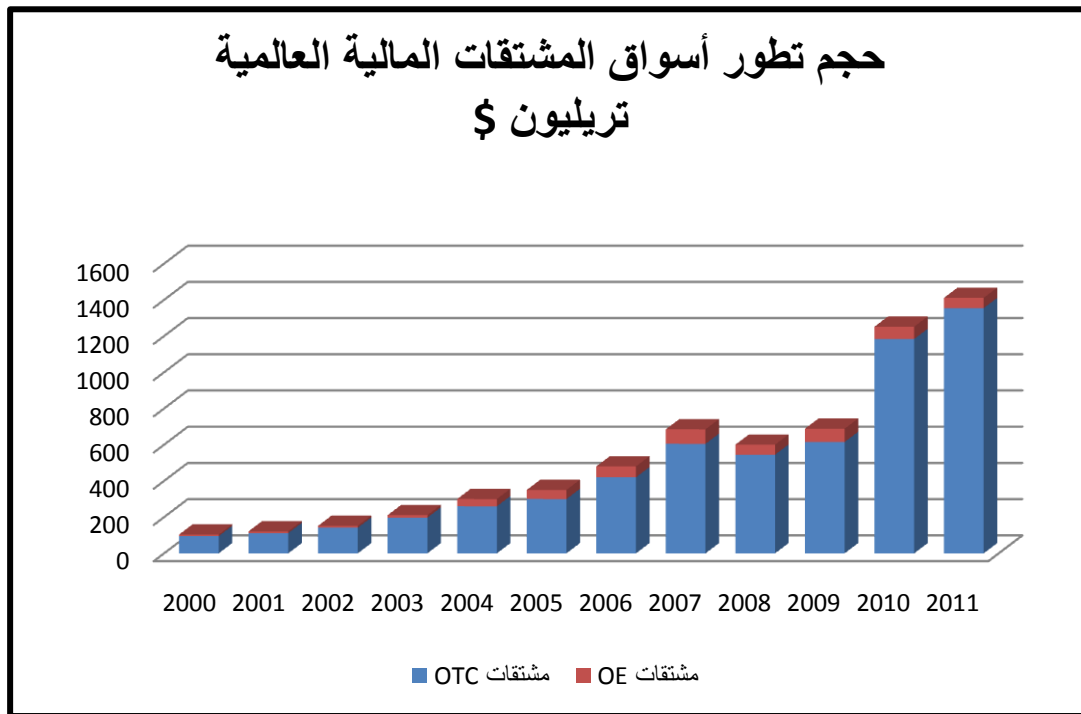
إذن سوق المشتقات المالية هو القطاع الأسرع نمواً في القطاع المالي منذ عام 1995، وحجمها وزادت بنحو 24% سنوياً من حيث القيمة الاسمية العالقة، يفوق بكثير غيرها من الأدوات المالية مثل الأسهم 11% والسندات 9%. (1)

أولاً. تطور حجم أسواق المشتقات المالية: وفيما يلي شكل يوضح تطور نمو سوق المشتقات المالية العالمية المنظمة (Derivatives Exchange-Traded) وكذا السوق غير المنظم (Over-the-Counter Derivatives) وذلك خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2011

(1) *The Global Derivatives Market An Introduction*, Deutsche Borse Group, Op. Cit, p11 , sur le site :

math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf; le: 13/10/2011, à 21:35

الشكل رقم(04): أعمدة بيانية توضح تطور نمو أسواق المشتقات المالية على مستوى العالم



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من بنك التسويات الدولية (BIS)

فكما هو موضح في الرسم البياني رقم (04) فقد توسعت سوق المشتقات العالمية بشكل كبير في السنوات الأخيرة، فقد شهدت هذه المنتجات زيادة سريعة فقد بلغ إجمالي المبالغ الاسمية لإجمالي المشتقات سنة 2011 حوالي 1411 تريليون دولار أمريكي. كما نلاحظ من الشكل أن أغلب المشتقات تتداول في الأسواق غير المنظمة OTC فهي حوالي 90% من إجمالي المشتقات الكلية المتداولة، وذلك نتيجة الخصائص التي تتمتع بها أسواق OTC إذ لم تعد الأدوات النمطية قادرة على تلبية حاجات المستثمرين المتنوعة والمتشابكة، الأمر الذي أسفر عن تطوير المشتقات وإدخال أدوات أكثر نفعاً وأكثر تعقيداً كما ساعد التقدم التكنولوجي الهائل في تسعير تلك الأدوات المالية المستحدثة بدقة وبسرعة متناهية وبالتالي تقليل التكلفة النهائية لتداول هذه الأدوات المالية.

ونلاحظ من خلال الرسم البياني تطور تبادل المشتقات في السوق العالمية وزيادة سريعة لا سيما على مدى السنوات الثماني - من 2000 إلى 2007- فقد بلغ إجمالي المبالغ الاسمية للمشتقات ذروتها في عام 2007، إلى ما يقرب من 80 تريليون دولار في السوق المنظم، أما مشتقات OTC فقد بلغت المبالغ الاسمية حوالي 605 تريليون دولار أمريكي. فعلى سبيل المقارنة، فقد كان إجمالي المشتقات المالية لسنة 2003 حوالي 13,714 تريليون دولار أمريكي في السوق المنظم، وحوالي 197 تريليون دولار أمريكي في سوق OTC، أي بنسبة + 324,7% وبذلك تضاعفت أكثر من ثلاث مرات خلال أربعة سنوات. أما خلال سنتي 2008 و 2009 فنلاحظ انخفاض في حجم تداول المنتجات المشتقة، فقد كان حجم الأدوات المشتقة سنة 2008، 600 تريليون دولار أمريكي، أي انخفض بنسبة - 12,5%، فحجم

المشتقات في السوق المنظمة حوالي 59 تريليون دولار أمريكي، أما مشتقات OTC 545 تريليون دولار. ويعود هذا الانخفاض والفتور في حجم السوق للأدوات المشتقة إلى انفجار الأزمة المالية العالمية سنة 2008.

بعد الأزمة المالية العالمية، عادت العقود المشتقة العالمية للنمو السريع في عام 2010 بعد فتورها خلال سنتي 2008، 2009. فبمقارنتها بسنة 2009، فقد ارتفع حجمها بنسبة 81,9% أي أن حجم التداول الكلي للمشتقات حوالي 1252 تريليون دولار أمريكي، فالمشتقات في السوق المنظمة تداولت بقيمة 68 تريليون دولار أمريكي، أما مشتقات OTC فقد كانت 1183 تريليون دولار أمريكي. أما خلال سنة 2011 فقد ارتفعت نسبة تداولها بنسبة 12,74%، فعلى هذا المستوى فهي أكبر بـ 20 مرة من قيمة الناتج المحلي الإجمالي العالمي الذي يقدر عند 60 دولارا إلى 70 دولارا تريليون دولار. وبالرغم من أن المشتقات المالية كانت إحدى أسباب الرئيسية لانتشار الأزمة المالية العالمية 2008، إلا أنها عاودت في الارتفاع وبكمية ضخمة جدا. ويعود سبب الرئيسي لنموها وارتفاعها إلى إصلاحات في تنظيم أسواق المشتقات المالية وهذا ما دعا المشاركين لتحويل بعض أساليبها في نقل المخاطر باستخدام المشتقات وذلك حسب رئيس WFE ورئيس للبورصات هونج كونج والمقاصة. كما لعبت ميزتها المربحة وهي الرافعة المالية لجذب المشاركين فطالما كانت أكثر الأسباب في استخدامها.

الفرع الثاني: أسباب نمو أسواق المشتقات المالية

شهدت صناعة المشتقات المالية خلال السنوات الماضية نموا كبيرا ومتسارعا، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوع هذه الأدوات بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية المشتقة لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.

وتتمثل العوامل الأساسية التي ساهمت في ثورة المشتقات في ظاهرة "عالمية" الأسواق (Globalization)، التي نجمت بصفة رئيسية عن التحرير الكبير والتدريجي لأسواق المال العالمية من القيود والعراقيل التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال والتوسع في حركة التكنولوجيا والاتصالات العالمية المتطورة التي يسرت عملية التحرير هذه. إضافة إلى المنافسة القاسية بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها من مصارف تجارية واستثمارية وصناديق الاستثمار والتقاعد وبيوت السمسرة وغيرها، حيث نجم عن هذه المنافسة تسابق محموم بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وتشجيع المستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها، فكان من هذه الأوراق تلك الأدوات المشتقة.

ولعل النظر إلى المعطيات السابقة حول سوق المشتقات لناحية حجمها في السوق العالمية وأنواعها، يعطي فكرة عامة عن مدى التطور الهائل في حجم أسواق هذه الأدوات الجديدة وآفاق النمو المستقبلي (1). وهذا التطور الهائل في حجم التعاملات في أسواق المشتقات على المستوى الدولي قد يثير التساؤل التالي: ما هي أسباب هذا النمو الهائل في حجم التعاملات في أسواق المشتقات؟ وهل هناك مبررات تدفع المستثمرين إلى استخدام المشتقات في تغطية المخاطر مع وجود أساليب التغطية التقليدية؟ ومن أهم أسباب هذا النمو الهائل في حجم التعاملات في أسواق المشتقات إلا أنه يمكن إجمالها في النقاط التالية:

1. توافر مجموعة من الظروف البيئية المستجدة التي أسهمت في توفير مناخ ملائم لظهور وانتشار تلك الأدوات بهذا الشكل منها (2):
 - أ. احتدام المنافسة بين المؤسسات المالية الأمر الذي أدى إلى التسابق فيما بينها لتقديم منتجات مبتكرة وطرحها في الأسواق وتشجيع المستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها.
 - ب. التقدم التكنولوجي المتسارع في مجال الاتصالات والمعلومات بما يلغي الحدود الرقابية والمكانية بين الأسواق.
 - ج. تزايد الترابط بين الأسواق المالية على النطاق العالمي في إطار الاتجاهات والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال.
 - د. الكم الهائل من التشريعات والقواعد المالية المنظمة للتعاملات في أسواق المال مما أعطى الفرصة للخبراء الماليين لابتكار أدوات مالية جديدة عن طريق استغلال الخلافات والثغرات التي ظهرت في هذه القواعد والتشريعات.
 - هـ. التطور الهائل في أساليب ونماذج التسعير مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Models) ونموذج تسعير عقود الخيارات (Options Pricing Theory) والتي ساهمت بشكل كبير في وضع قيم عادلة لعقود المشتقات.
 - و. التوقف عن العمل بنظام أسعار الصرف الثابتة والاتجاه نحو أسعار الصرف المعومة والمتغيرة

مما خلق الحاجة لوسيلة لمواجهة المخاطر الناتجة عن التقلبات المستمرة في أسعار الصرف.

2. الاعتقاد الراسخ بأن الأدوات المالية المشتقة تساعد المؤسسات في إدارة مخاطرها المالية إذا ما أحسن استخدامها والرقابة عليها، بشكل يسهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها ولكنه لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكنه يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك في مقابل تكلفة معينة تمثل قيمة العقد ذاته. من ناحية أخرى، ساهمت خاصية المرونة التي تتمتع بها هذه

(1) عدنان الهندي وآخرون، مرجع سابق، ص 13.

(2) محمد سمير أحمد، الجودة الشاملة وتحقيق الرقابة في البنوك التجارية، (دار المسيرة، الأردن، 2009)، ص 161.

الأدوات في زيادة الإقبال عليها لأغراض التحوط ضد المخاطر، فالكثير منها تكون بمثابة عقود خاصة بين طرفين، ومن هنا فإن الشروط التي يتم الإنفاق عليها توضع بحيث يمكنها الوفاء باحتياجات إدارة المخاطر المالية لكل من طرفي العقد، بل قد يصل الأمر إلى حد إمكانية استخدام توليفة بين أكثر من أداة مشتقة بهدف إكمال إدارة أكثر من مخاطرة في آن واحد.

3. لم يقف الأمر عند حدود استخدام المشتقات المالية في تغطية المخاطر المختلفة، وإنما تعداها إلى استخدامها في أغراض المضاربة، وذلك من منطلق الاعتقاد السائد بأن الدخول في عمليات ذات مخاطر عالية إنما يعني إمكان الحصول على عوائد محتملة عالية، وذلك باستغلال التقلبات السوقية المتوقعة حيث يعتقد المضارب أن الأسعار السوقية للأداة المالية أو السلعة أو المؤشر المرتبط سوف تتغير، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكنها أن تتيح صافي تدفق نقدي داخل أو سيتم بيعها مستقبلاً بأرباح(1).

4. تعتبر المنتجات المشتقة إحدى المنتجات الجديدة التي استغلها المستثمرون للتهرب الضريبي وذلك من خلال استخدامها للتهرب من الضريبة على معاملات الأسهم النقدية.

5. هناك سبب آخر من وجهة نظر الباحثة لا يقل أهمية عن الأسباب السابقة ساهمت بشكل مباشر في تطور حجم التعامل في عقود المشتقات وهو الخصائص المميزة لهذه الأدوات المالية. فخاصية الرافعة العالية التي تتسم بها عقود المشتقات تساعد على تحقيق إما أرباح عالية أو خسائر عالية تفوق بمرات الأرباح أو الخسائر الناجمة عن التعامل في الأدوات المالية التقليدية. هذا فضلاً عن السمة المميزة لبعض عقود المشتقات من حيث درجة السيولة العالية، حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية أو المقاصة، كما أن هناك تنوع هائل وضخم في هذه الأدوات المشتقة مما يتيح الفرصة للأفراد أو الشركات أو المؤسسات المالية التي ترغب في التحوط من إيجاد الأداة المالية المناسبة التي تساعد على تحقيق أهدافها(2).

المطلب الثاني: المشتقات المالية في أسواق الناشئة

لا تعتبر المشتقات المالية مفيدة فقط للدول المتقدمة ولكنها أيضاً لها أهمية كبيرة في الدول النامية، فهي تمكن الحكومات التي كانت في السابق تعاني من مشاكل إصدار الديون يمكن أن تقترض أكثر بثمن بخس، كما تسمح للمستثمرين الأجانب والمحليين على استعداداً أكثر لتوفير رأس المال للشركات في البلدان النامية. وهذا الإنفاق على البنية التحتية تمكن من الزيادة في مستويات المعيشة. كما أن المشتقات المالية القائمة على السلع لها دور كبير في استقرار الأسعار بالنسبة للمزارعين في جميع أنحاء العالم لذلك فهي أكثر فعالية بكثير ووسيلة لتحقيق التنمية أكثر من الرقابة الحكومية على الأسعار. لذلك تقدم المؤسسة التمويل الدولية لإدارة المخاطر أدوات وخدمات للدول النامية لإدارة مخاطرها باستخدام العقود المشتقة،

(1) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 212.

(2) محمد سمير أحمد، مرجع سابق، ص 161-162.

وذلك عن طريق إتاحة الفرصة للمتعاملين مع مؤسسة التمويل الدولية للوصول إلى أسواق المشتقات الدولية من أجل التحوط ضد التعرض لمخاطر تقلب أسعار العملات أو الفائدة أو السلع (1). حتى أواخر 1980، كان تنظيم تداول المشتقات يقتصر على البلدان المتقدمة، ولكن في أواخر 1980 وأوائل 1990 شهدت المشتقات اهتماما متزايدا في الأسواق الناشئة. نظرا لمستوى عال من المخاطر الاقتصادية والمالية التي يجدها المشاركون في السوق والمستثمرين في البلدان الناشئة، فيتوقع مساهمة أسواق المشتقات في التنمية الاقتصادية للبلد من خلال التحكم في هذه المخاطر. ولكن من ناحية أخرى، فتطوير أسواق العقود الآجلة تتطلب مستوى معين من التنمية في بلد معين. ولذلك فمن الأهمية بمكان، لاستحداث سوق المشتقات تكمن في تطوير البنية التحتية المالية للبلد (2).

الفرع الأول: تطور حجم المشتقات في الأسواق الناشئة

فعلى رغم من أن الأسواق المشتقات في الاقتصاديات الناشئة لا تزال صغيرة بالمقارنة مع تلك الموجودة في الدول المتقدمة، فقد بلغ متوسط حجم التداول من المشتقات في 32 سوق ناشئ - حسب البيانات المتوفرة- إلى 1,2 تريليون دولار في أبريل 2010 أي ما يعادل 6,12% من الناتج المحلي الإجمالي لتلك الاقتصاديات، مقارنة إلى 13,8 تريليون دولار أي 36% من الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاديات المتقدمة (3). أما في أبريل 2013 وصل متوسط حجم التداول من المشتقات إلى 1,1 تريليون دولار والتي حوالي 4% من الناتج المحلي الإجمالي لتلك البلدان، مقارنة بـ 10.3 تريليون دولار في الاقتصاديات المتقدمة، أي 24% من الناتج المحلي الإجمالي. وإن كانت صغيرة، فالمشتقات توسعت في الأسواق الناشئة بسرعة: زاد متوسط حجم التداول بنسبة 300% سنة 2010 منذ عام 2001، وبنسبة 25% على مدى السنوات الثلاث أي منذ 2007، لاحظ الشكل رقم (05)، وكان هذا أعلى من نمو مبيعاتها في الاقتصاديات المتقدمة (250% في 2010 منذ عام 2001، و 22% منذ عام 2007) (4).

(1) Derivatives and development, sur le site :

economist.com/blogs/freeexchange/2009/01/derivatives_and_development; le: 13/12/2014, à 21:02

(2) Ahmet Karagozlu, **Financial Derivatives in Emerging Markets: Experience of Korea and Turkey**, sur le site:

hofstra.edu/About/Administration/Provost/HofHrz/hofhrz_s06_Karagozlu; le: 13/12/2014, à 22:05

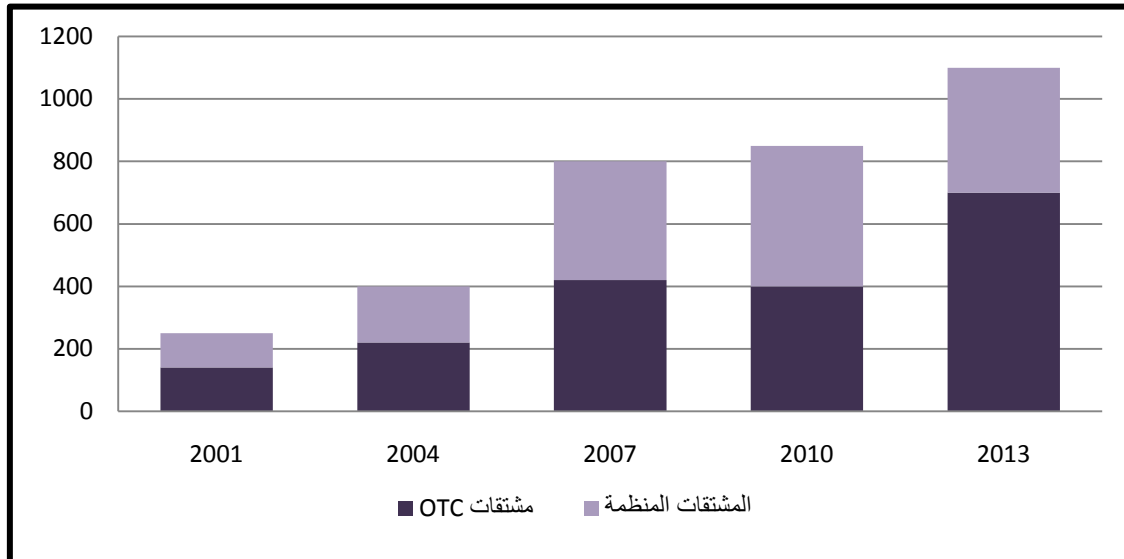
(3) Rangarajan K. Sundaram, **Derivatives in Financial Market Development**, (by International Growth Centre, London, February 2013), p 8 , sur le site:

theigc.org/wp-content/uploads/2014/09/Sundaram-2013-Working-Paper.pdf; le: 13/12/2014, à 15:21

(4) Dubravko Mihaljek, Frank Packer, **Derivatives in emerging markets**, (BIS Quarterly Review, December 2013), p 56 , sur le site:

asianbondsonline.adb.org/publications/external/2013/bis_quarterly_review_sep_2013.pdf; le: 14/12/2014, à 20:27

الشكل رقم (05): يوضح حجم المشتقات المتداولة بالأسواق الناشئة (مليار دولار)



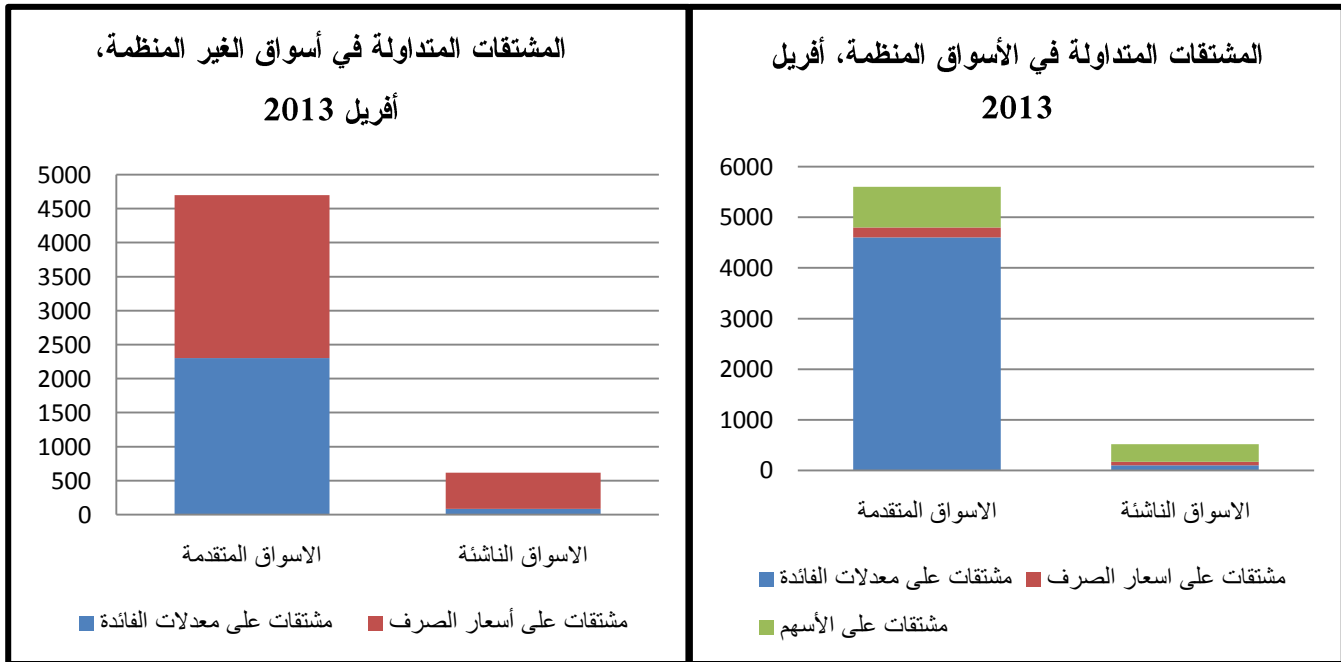
Source : Triennial Central Bank Survey, by Bank for International Settlements (Bis)

من الشكل السابق نلاحظ أنه في الأسواق الناشئة، يتم تداول المشتقات في نسب متساوية تقريبا بين الأسواق المنظمة والغير المنظمة.

وتستخدم المشتقات في الأسواق الناشئة أساسا للتحوط أو المضاربة بأسعار الصرف، وإلى حد أقل باستخدام الأسهم. فالمخاطر التي يتم إدارتها في الأسواق الناشئة أغلبها مخاطر أسعار الصرف لذلك فقيمة تداول العقود المشتقة حول أسعار الصرف تمثل تقريبا نسبة 50% من قيمة مجموع المشتقات أما العقود حول الأسهم فهي تمثل تقريبا نسبة 30% والباقي فهي عقود حول معدلات الفائدة. وعلى عكس ذلك، تستخدم المشتقات في الاقتصاديات المتقدمة إلى حد كبير بعقود حول معدلات الفائدة (77% من إجمالي قيمة التداول)، وبدرجة أقل مشتقات العملات الأجنبية ثم المشتقات المرتبطة بالأسهم كونها أقل أهمية. وهذه الاختلافات تعكس قبل كل شيء عمق وسيولة أسواق السندات الأسهم في البلدان المتقدمة، والاهتمام المحدود نسبيا لمخاطر سعر الصرف مقارنة مع اقتصاديات السوق الناشئة(1).

(1) Rangarajan K. Sundaram , Op. Cit, p 9

الشكل رقم (06): يوضح العقود المتداولة في الأسواق OTC والأسواق المنظمة الناشئة والمتقدمة



Source : Dubravko Mihaljek, Frank Packer, Op. Cit, p56

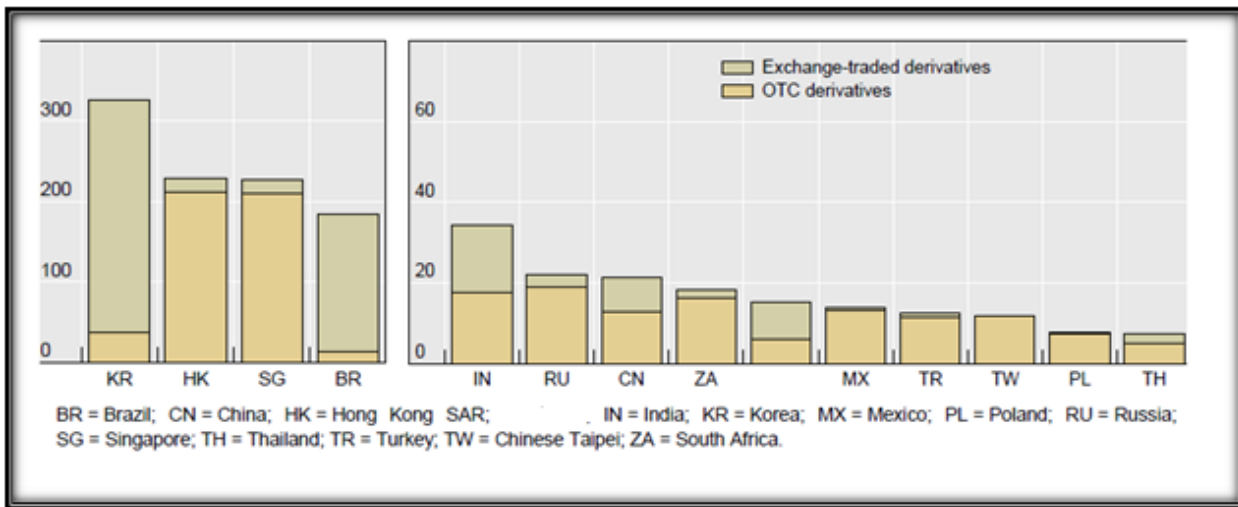
ومن الشكل رقم (06) نلاحظ أن النمو في المشتقات OTC للعقود القائمة على أسعار الصرف في اقتصاديات الأسواق الناشئة كان قويا للغاية في السنوات الأخيرة، فقد ارتفعت قيمة التداول من 380 مليار دولار إلى 535 مليار دولار أي بنسبة أكثر من 40% خلال الفترة من 2010 إلى 2013. لقد كان النمو كبيرا عبر مجموعة كاملة من الأدوات، بما في ذلك العقود الآجلة لأسعار الصرف (45% مبادلة FX (35% مبادلة العملات (29%) وعقود الخيارات (102%)، ولكن في جميع هذه الأدوات كان نموها في الاقتصاد في الأسواق المتقدمة. كما أن نمو أسواق OTC للأدوات المشتقة حول أسعار الصرف (41% خلال الفترة 2010-2013) يتجاوز بكثير النمو في قيمة التداول في السوق الفورية التي كان نموها 17% خلال ذات الفترة (الملحق رقم 01) (1).

لا تزال مشتقات لمعدلات الفائدة في الأسواق الناشئة في مرحلة مبكرة من التنمية، فقد نمت خلال السنوات الثلاث الماضية من 2010 إلى 2013، ولكن متوسط حجم التداول اليومي من 84 مليار دولار

(1) Dubravko Mihaljek, Frank Packer, Op. Cit, p57

أمريكي (الملحق رقم 02) أي لا تزال حجمها مساوي لـ 15% فقط من حجم مشتقات OTC على أسعار الصرف، كما أنه أيضا أقل من 4% في أسواق الدول المتقدمة. إن نمو مشتقات معدل الفائدة في الأسواق الناشئة كان تتداول تقريبا في آسيا، فقد كان النشاط قويا بشكل خاص في هونغ كونغ وسنغافورة، وكانت نسبة نموها في آسيا 37% على النقيض من ذلك، انخفض معدل نموها بنسبة 35% في أمريكا اللاتينية، وذلك بسبب انخفاضها بنسبة 50% في البرازيل، باعتبارها السوق الأكثر نشاطا في المنطقة(1).

الشكل رقم (07): يوضح توزيع المشتقات في بعض الأسواق الناشئة سنة 2010



Source : Rangarajan K. Sundaram , Op. Cit, p8

فكما ذكرنا سابقا بأن تداول المشتقات في الأسواق الناشئة كانت بنسب متساوية تقريبا بين الأسواق المنظمة والغير المنظمة OTC، لكن توزيع مشتقات OTC يختلف اختلافا كبيرا بين الأسواق الناشئة . فمن أكبر أربعة مراكز للمشتقات (هونج كونج، وسنغافورة، والبرازيل، وكوريا)، وأخذت هونغ كونغ وسنغافورة الحصة الساحقة في مشتقات OTC، في حين تهيمن البرازيل وكوريا على المشتقات المنظمة. وكما يبين الشكل رقم (07)، أما في عدد قليل من البلدان (الهند، وإلى حد ما الصين) تكون بها توزيع المشتقات بين السوق المنظم وغير المنظم متساوية في الحجم تقريبا، أما باقي الدول فإن المشتقات المنظمة هي التي تهيمن عليها(2).

الفرع الثاني: متطلبات تطوير الأسواق المشتقات الناشئة

ونظرا لأهمية المشتقات للأسواق المالية، فقد نشأت هذه الأدوات لإدارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن من أهم أدوات الاستثمار، ولا ريب في أن تطوير هذه الأسواق تعد نتيجة حتمية لارتباطها بالظروف والأسواق العالمية. لذلك قررت لجنة الأسواق الناشئة ICSA للعمل على تطوير

(1) Ipd, p 59

(2) Rangarajan K. Sundaram , Op. Cit, p 8

سوق المشتقات في الأسواق الناشئة، وخلال الاجتماع المؤقت لها يوم 5 ديسمبر 2011، قرر أعضائها اتخاذ التدابير التالية لتطوير أسواق المشتقات في البلدان الناشئة(1):

1. الأسواق الناشئة المشتقات هي في مراحل مختلفة من التنمية وفي مستويات مختلفة من التطور، ولكن لوحظ أن الأسواق المنظمة أفضل وأكثر تقدماً من غيرها، لأن المستثمرين والمتعاملين في السوق بحاجة إلى قواعد وأنظمة واضحة.
2. إن تنوع المنتجات المالية المشتقات منخفضة نوعاً ما في الأسواق الناشئة، ففي بعض الدول تقيد أنواع الأدوات التي يمكن أن تقدمها، وقد يكون لهذه القيود تأثير سلبي على الإدارة الفعالة للمخاطر من المستثمرين. لذلك، قد يكون من المناسب إعادة النظر في اللوائح لزيادة نطاق تلك الأدوات المتاحة في السوق.
3. وبالنظر إلى المناقشات التنظيمية العالمية الأخيرة حول المقاصة للمشتقات OTC، فقد أنشأت دول الأسواق الناشئة CCP(*) لكل من أسواق OTC والأسواق العادية وزيادة موثوقية وكفاءة السوق. وقد بدأت بعض الدول الناشئة بالفعل العمل على إنشاء CCP، في حين أن بعضها في مرحلة التخطيط.
4. في بعض الدول النامية لا يوجد لديها شرط الضمانات لتداول المشتقات أو لديها أدوات إدارة الضمانات لكنها غير فعالة. لذلك يجب تعديل قواعد إدارة الضمانات لحماية المستثمر وسلامة السوق.
5. متطلبات التسجيل لمصدر هذه الأدوات أو مستعملها، تسيير البنية التنظيمية التحتية، وشفافية التداول كل هذه الإجراءات تساهم في ضمان سلامة أسواق المشتقات OTC.
6. وفي بعض الدول تكون الضرائب غير متكافئة بين المنتجات المشتقة، والتي قد تخلق تشوهات في السوق، لذلك ينبغي أن تكون المعاملة الضريبية على قدم المساواة، على الأقل في نفس المجموعة من الأدوات الاستثمارية
7. برامج تعليم المستثمر حاسمة لتطوير أسواق المشتقات، لأن المستثمرين سيكون أكثر قدرة على تقييم مدى ملاءمة هذه المنتجات لأهدافهم الاستثمارية وفهم المخاطر الكامنة.
8. SRO(*) لها عدة أدوار لتطوير عادلة وشفافة أسواق المشتقات، فهي أولاً وقبل كل شيء، تصدر أشكال كشف خطر لتبسيط ملاءمة المنتجات للمستثمرين. ثانياً، تدريب مهنيين السوق لتحسين نوعية

(1) **Derivatives Markets in Emerging Countries**, (ICSA Emerging Markets Committee, May 2012), p 4, sur le site :

[icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries\(2012.05\).pdf](http://icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries(2012.05).pdf) ; le: 14/12/2014, à 19:37

(*) "Central Counterparty" CCP وهي عبارة عن مقاصة للمشتقات المالية وتقوم بجميع وظائف المقاصة العادية، وهي تقوم بالحد من التعرض للمخاطر من خلال قيامها كطرف مقابل بتصنيف AAA .

(*) "Self-Regulatory Organization" SRO: منظمات غير الحكومية لديها القدرة على إنشاء وفرض اللوائح والمعايير الصناعية، أهم أولوياتها حماية المستثمرين من خلال إنشاء قواعد التي تعزز الأخلاق والمساواة، ومن أمثلتها جمعية تجار الاستثمار في كندا، والرابطة الوطنية لتجار الأوراق في الولايات المتحدة،

الخدمات التي يقدمونها ، وبالإضافة إلى ذلك، فإن SRO تقدم للمستثمرين المساعدة على اتخاذ قرارات استثمارية أفضل وزيادة فهمهم للاستثمارات المشتقات. ولذلك، ينبغي تمكين SRO لتطوير سوق المشتقات.

المطلب الثالث: تجارب بعض دول الأسواق الناشئة في تداول المشتقات المالية

سنحاول في هذا المطلب تقديم بعض تجارب الأسواق الناشئة في تنظيم أسواق المشتقاتها، وهي أسواق المال لكل من البرازيل وكوريا وكذا المشتقات في الدول العربية

الفرع الأول: سوق المشتقات البرازيلي

تعتبر السلطات النقدية البرازيلية تقوم بالتنظيم والإشراف على القطاع المالي بإحكام على عكس الدول أخرى، فقد اعتمدت البرازيل دائما نهجا تقييدا للغاية في سوق المشتقات المالية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية عام 2007، واتخذت العديد من المبادرات الاحترازية لرصد ومراقبة المخاطر التي يتحملها المشاركون في النظام المالي البرازيلي وجميع معاملات المشتقات التي أبرمتها الشركات البرازيلية.

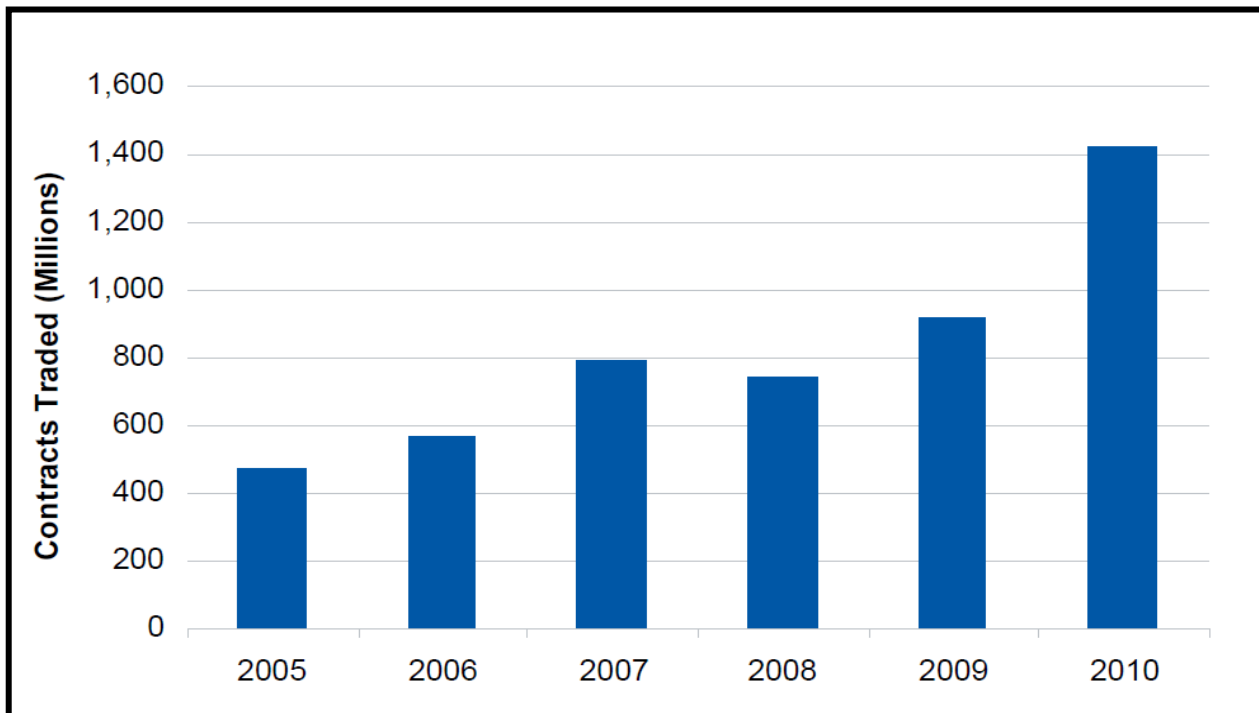
وتخضع السوق المالية البرازيلي للقواعد الصادرة من طرف مجلس النقد البرازيلي CMN، والمسؤول عن الرصد والإشراف على تطبيق هذه القواعد هي البنك المركزي البرازيل، أما فيما يتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية فاللجنة البرازيلي الأوراق المالية والبورصات CVM هي المسؤولة على ذلك(1).

ولأسواق المشتقات دور كبير للاقتصاد البرازيلي وتكمن هذه الأهمية لعدة نواحي، فمثلا تعتبر العقود المستقبلية المتداولة في البورصة BMF نقطة اكتشاف السعر الحقيقي لمعدل صرف الدولار، ومهم أيضا لاكتشاف أسعار الفائدة في سوق السندات. كما نعلم أيضا أهمية المشتقات المالية في عمليات التحوط، خاصة تقلبات معدلات الفائدة المحلية فتاريخ البرازيل في ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع معدلات الفائدة الاسمية في أسواق الائتمان خاصة القروض قصيرة الأجل وأدوات الدين، وقد ساعدت أسواق المشتقات للتحوط من تقلبات في معدلات الفائدة على المدى القصير . كما أن بعض المستثمرين

(1) Walter Stuber, **Brazil: Derivatives Regulation In Brazil**, 17 March 2010, sur le site : mondaq.com/x/96020/Commodities+Derivatives+Stock+Exchanges/Derivatives+Regulation+In+Brazil ; le: 16/12/2014, à 20:10

الأجانب - بما في ذلك صناديق التحوط - وقد استخدمت أسواق المشتقات لاستراتيجيات الاستثمار مثل النقاط فارق سعر الفائدة الكبير بين البرازيل ومعظم الاقتصاديات المتقدمة(1). وهناك عدة أنواع من المنتجات المالية المشتقة التي تتداول في بورصة البرازيل ولكن يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل لجنة الأوراق المالية CVM والهيئات التي تدير الأسواق المنظمة Entities that EAMO administer organized markets وكذا . وقوانين CMN تسمح المؤسسات المالية بالمشاركة كأطراف مقابلة في العقود (لحسابه الخاص أو كطرف ثالث) في سوق المشتقات OTC، كما تسمح لهذه المؤسسات المالية بتداول عقود OTC من عقود المبادلة والعقود الآجلة والخيارات على أساس: مؤشر الأسهم، معدل الفائدة وأسعار الصرف المحسوبة بانتظام والمعلن عنها للجمهور، أو تستند على الأصول الأساسية الأخرى التي يتم تداولها في البورصات(2).

الشكل رقم (08): يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في البرازيل



Source : Alexander Camargo, **Exchange-Traded Derivatives in Brazil**, (Celent & a division of Oliver Wyman, brazil, November 2011), p20

ومن الشكل رقم (08) نلاحظ أن المشتقات في البرازيل نمت بنحو 01 مليار عقد متداول منذ عام 2005، مع معدل نمو سنوي مركب لمدة خمس سنوات من 24,9%، ويوضح أيضا أنه على الرغم من

(1) Randall Dodd, Stephany Griffith-Jones, **Brazil's Derivatives Markets: Hedging, Central Bank Intervention and Regulation**, Research Sponsored by ECLAC/CEPAL, 19 December 2007, p3, sur le site : stephanygj.net/papers/Brazil_July31_07.doc; le: 16/12/2014, à 20:10
(2) **Derivatives Markets in Emerging Countries**, Op. Cit, p 5.

تراجع في حجم التداول في عام 2008، فقد انتعش التداول و بقوة سنتي 2009 و 2010، وارتفع عدد العقود المتداولة في بورصة BMF المشتقات نموا لافتا بنسبة 54.5% سنة 2010. (1)

الفرع الثاني: سوق المشتقات الكوري

سوق المشتقات المالية هو سوق أنشئ لإدارة مخاطر سعر الأصل الأساسي معين، وهو إحدى أقوى الأسواق الناشئة على الرغم من تاريخها القصير، فقد نمت سوق المشتقات المالية في البورصة كوريا والوقوف جنبا إلى جنب مع بورصات العالم البارزة على الأقل من حيث حجم التداول . وهي تحت تنظيم كل من: لجنة الخدمات المالية (FSC)، هيئة الرقابة المالية (FSS)، بورصة كوريا (KRX)، وجمعية كوريا للاستثمار المالي (KOFIA). وقد تم تأسيس سوق المشتقات المالية في البورصة الكورية مايو 1996 عندما تم إدراج العقود المستقبلية لـ KOSPI200 في بورصة كوريا، وفي جويلية تم إدراج عقود الخيارات KOSPI200، والذي كان المنتج الأكثر تداولاً في العالم لسنوات عديدة . وتم تأسيس بورصة كوريا (KOFEX) في أبريل 1999 من أجل تجارة المنتجات العقود المستقبلية والخيارات لمختلف الأصول.

وفي جانفي 2005 تم إنشاء بورصة كوريا KRX من خلال دمج (Korea Stock Exchange) و (KSE) و (Korean Options and Futures Exchange KOFE) و (Korean Securities) و (KOSDAQ Dealers Automated Quotation) وأصبحت بورصة للأوراق المالية والمشتقات في كوريا، وقد أضافت عدة أنواع من العقود المشتقة(2).

المشتقات المتداولة في البورصة هي المنتجات التي يتم إدارة إدراجها من قبل KRX، وتصدر من طرف شركات الاستثمار المالية، أما مشتقات OTC فهي تصدر من قبل شركة الاستثمارات المالية المعتمدة من قبل شركة سمسة الأوراق المالية والوسطاء وتجار مشتقات OTC، يتم تداول هذه العقود في البورصة عن طريق السماسرة والتجار.

ومن أنواع المتاحة للأدوات المالية المشتقة في السوق المنظم العقود الآجلة، والعقود المستقبلية والمبادلات والخيارات (تبادل/OTC)، وتشمل أصولها الأساسية الأسهم والفوائد والعملات، والائتمان، والسلع الأساسية، المؤشرات. والجدول الموالي يوضح حجم المشتقات المتداولة في بورصة كوريا

الجدول رقم (04): يوضح حجم المشتقات المتداولة في السوق المالي الكوري (2007 - غاية نصف 2011)، مليار دولار أمريكي

نوع المشتق	2007	2008	2009	2010	H1 2011
------------	------	------	------	------	---------

(1) Alexander Camargo, **Exchange-Traded Derivatives in Brazil**, (Celent & a division of Oliver Wyman, brazil, November 2011), p20

(2) Cheol-Ho Park, **How to Improve the Exchange Traded Derivatives Market in Korea**, CAPITAL MARKET PERSPECTIVE : (Korea, Vol. 3, No.2, 2011); p 22.

OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	
0,148	35,08	0,320	47,39	0,109	30,66	0,155	38,67	0,096	53,78	مشتقات الأسهم
0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002	العقود الآجلة
/	3,855	/	6,737	/	5,654	/	4,558	/	3,816	المستقبليات
0,014	0,014	0,016	0,016	0,008	0,008	0,027	0,029	0,017	0,017	المبادلات
0,131	31,21	0,302	40,64	0,099	24,99	0,126	34,08	0,077	49,95	الخيارات
1,691	4,300	3,485	8,061	2,858	6,758	2,672	6,213	1,906	4,841	عقود معدل الفائدة
0,010	0,009	0,053	0,053	0,193	0,193	0,157	0,160	0,110	0,112	العقود الآجلة
/	2,611	/	4,577	/	3,931	/	3,539	/	2,933	المستقبليات
1,645	1,643	3,202	3,282	2,485	2,452	2,263	2,260	1,608	1,667	المبادلات
0,036	0,037	0,229	0,149	0,180	0,183	0,252	0,254	0,189	0,128	الخيارات
4,762	5,219	9,965	11,09	10,08	11,55	9,595	10,32	6,522	7,069	عقود سعر الصرف
4,577	4,553	9,601	9,601	9,674	9,674	8,767	8,767	5,820	5,820	العقود الآجلة
/	0,457	/	1,129	/	1,462	/	0,721	/	0,547	المستقبليات
0,145	0,168	0,289	0,289	0,349	0,349	0,538	0,538	0,377	0,377	المبادلات
0,040	0,041	0,074	0,074	0,058	0,062	0,291	0,291	0,325	0,325	الخيارات
0,008	0,021	0,007	0,034	0,006	0,014	0,024	0,032	0,011	0,013	عقود على السلع
0,002	0,003	0,001	0,002	0,003	0,004	0,014	0,014	0,008	0,007	العقود الآجلة
/	0,012	/	0,026	/	0,007	/	0,008	/	0,002	المستقبليات
0,005	0,004	0,005	0,005	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	المبادلات
0,001	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,008	0,008	0,002	0,003	الخيارات
0,004	0,004	0,004	0,006	0,005	0,005	0,006	0,007	0,003	0,003	مشتقات الائتمان
0,004	0,004	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,007	0,001	0,001	CDS
0	0	0,001	0,002	0	0	0	0	0,002	0,002	مجموع عوائد مبادلة
6,610	44,62	13,78	66,59	13,06	48,99	12,45	55,23	8,539	65,70	المجموع

Source : Derivatives Markets in Emerging Countries, Op. Cit, pp 24, 25

نلاحظ تراجع في حجم المشتقات المتداولة في بورصة كوريا خلال سنتي 2008 و 2009، وراجع ذلك للأزمة المالية العالمية لكنها استعادت وبدأت في الارتفاع خلال سنتي 2010 و 2011، ففي عام

2010 تم تداول حوالي 15 مليون العقود بقيمة 80,37 مليار دولار، وقد النصيب الأكبر لمشتقات الأسهم وذلك بنسبة حوالي 59% من مجموع قيم المشتقات سنة 2010، بعدها العقود القائمة على أسعار الصرف بنسبة 26%، ثم العقود القائمة على معدلات الفائدة وهي تقدر بـ 14%.

الفرع الثالث: المشتقات المالية في الأسواق العربية

لا زالت الدول العربية بعيدة كل البعد عن ما حققته الدول المتقدمة في هذا المجال، ويعود السبب في ذلك إلى نظرة الشريعة الإسلامية حول هذا هذه الأداة، لذلك فالكثير من المستثمرين العرب يفضلون استخدام المنتجات المالية الإسلامية على استعمال المشتقات المالية. غير أن عددا منها اتخذت التدابير اللازمة لخوض مثل هذه التجربة أي استخدام المشتقات المالية في سوقها المالي وعدد منها اتخذت خطة إستراتيجية معينة لولوج هذا المجال. من بين هذه الأسواق هي أسواق دول الخليج العربي وبتراوح حجم تداول المشتقات بها بين 250 إلى 300 مليار دولار، أي ما نسبته 20 إلى 25% من إجمالي حجم التداول في أسواق الأسهم الخليجية خلال العام 2007 والذي بلغ 1.3 تريليون دولار.

ومن أهم البورصات التي يتداول بها المشتقات المالية هي بورصة ناسداك دبي، هي البورصة الوحيدة لتداول مشتقات الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة، وأطلقت منصة مشتقات الأسهم في نوفمبر 2008 مما شكل إضافة فريدة إلى الساحة الدولية والإقليمية. ويتم تداول بها 4 أنواع من المشتقات وهي: العقود المستقبلية وعقود الخيار للأسهم، والعقود المستقبلية والخيارات لمؤشر السوق. وفي الملاحق رقم (03) (04) (05) (06) توضح خصائص هذه العقود، وقد ارتفع إجمالي عدد عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها خلال شهر فيفري 2010 بنسبة 29% إلى 8120 عقدا، من 6290 عقدا سجلت في جانفي 2010، في حين تم تداول 386 عقدا خلال شهر فيفري 2009، ووصل إجمالي عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها منذ إطلاق ناسداك دبي لسوق مشتقات الأسهم في نوفمبر 2008 إلى 139,422 عقدا(1).

ومن تتميز بأهمية كبيرة في المنطقة فهي تحظى باهتمام متزايد من قبل المستثمرين والوسطاء في الإمارات والخليج ومنطقة الشرق الأوسط بوجه عام، ومن أهم هذه نتائجها الايجابية(2):

– مشاركة أوسع: فضلا عن تقديم الشفافية والتنظيم، توفر خدمة المشتقات في بورصة ناسداك دبي سهولة الوصول إلى السوق المركزي، وهذه الميزات تسمح للمشاركة في السوق على نطاق أوسع. فجميع أعضاء ناسداك دبي قادرون على الانضمام ليصبحوا أعضاء المشتقة.

(1) ارتفاع حجم تداول الأسهم في ناسداك دبي خلال فبراير 61%، على الموقع:

albayan.ae/economy/1265974950134-2010-03-15-1.229029; le : 18/12/2014 à 23 :10

(2) nasdaqdubai.com/products/derivatives ; le : 18/12/2014 à 22 :19

- زيادة السيولة: سوق المشتقات الإمارات العربية المتحدة القائمة يهيمن عليه تداولات OTC بين عدد محدود من البنوك الاستثمارية الكبرى، فوجود صناع السوق مختصين يوفرون السيولة على الشاشة وبالتالي يعززون حجم التداول الكلي.
- خفض مخاطر الطرف المقابل: من خلال توفير مقاصة مركزية، فبورصة ناسداك دبي بمثابة الطرف المقابل لجميع الصفقات وبالتالي تقليل مخاطر الائتمان للمشاركين في السوق.
- المنتجات: ناسداك دبي تقدم العقود المستقبلية والخيارات على مؤشر FTSE NASDAQ، وعلى أسهم 20 شركة إماراتية مدرجة في بورصة ناسداك دبي، سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية. و الملحق رقم (07) يوضح أسهم الشركات المعنية.
- أما بورصة مصر فقد جاء توقيع البورصة المصرية اتفاقاً مع بورصة نيويورك لإطلاق وتداول العقود المستقبلية، وعدد آخر من المشتقات المالية، ووفقاً لهذا الاتفاق تبدأ البورصة المصرية اتخاذ سلسلة من الترتيبات والإجراءات القانونية والتقنية، تمهيداً لتنفيذه مستقبلاً.
- ويتضمن الاتفاق السماح، لأول مرة، بطرح منتجات مالية جديدة مستندة إلى المؤشر الرئيسي للبورصة، وهو مؤشر "إيجي إكس 30"، وتشمل هذه المنتجات عدداً كبيراً من المشتقات وخيارات البيع والعقود المستقبلية، مما يعني توسيع السوق، ودخول مستثمرين جدد ممن يجيدون التعامل في هذه المشتقات.
- وجاء اختيار هذا التوقيت لتوقيع الاتفاقية، من أجل تعزيز الثقة بالسوق المصرية، وقدرة الاقتصاد الكلي على التعافي مستقبلاً في حالة حدوث تقدم ملموس على صعيد الاستقرار السياسي والأمني بالبلاد، بهدف تعزيز جاذبية وتنافسية هذه البورصة، مقارنة بأسواق المال في منطقة الشرق الأوسط وكذا بورصة الكويت هي الأخرى يتم تداول بها أنواع من المشتقات المالية، فللسوق الآجل لهذا السوق يقدم عقوداً لفترات تتراوح ما بين 3، 6، 9 و12 شهراً. ويعمل هذا السوق بعد إقفال جلسة التداول الفوري (أي ما بين الساعة 12:45 بعد الظهر و 1:15 بعد الظهر)، وهو مناسب جداً لمناخ التداول في سوق الكويت للأوراق المالية؛ حيث يشتري معظم المضاربين عقوداً آجلة لتحقيق سيولة مالية، فإذا ما حققوا أرباحاً من مراكز التعامل هذه، قاموا ببيع الأسهم في السوق الفوري، ومن ثم يسددون رصيد الدفعة المتبقية من قيمة العقد قبل تاريخ استحقاق العقد.
- واستناداً إلى البيانات التاريخية وإلى أجواء التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، فإن نسبة تتراوح ما بين 75% - 85% من المستثمرين يقومون بمقابلة/ تسوية قيمة عقودهم قبل تاريخ استحقاقها في السوق الفوري.
- أما سوق العقود المالية المستقبلية فهو يعمل بطريقة مشابهة تماماً لطريقة عمل السوق الآجل، فيما عدا أن سوق العقود المالية المستقبلية يعمل خلال فترة التداول الفورية (من الساعة 9:30 صباحاً إلى 12:15 بعد الظهر).

في 2011، استكمل فريق المشتقات المالية مراحل التطوير والاختبار لبرنامج سيقوم بربط "نظام فرصة لتداول الخيارات" مع نظام التداول الجديد "تاسداك أو أم اكس" في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد تقرر إدخال المعاملات بالمشتقات المالية بعد تطبيق البنية الإستراتيجية الجديدة التي تتبني على تكنولوجيا اتصالات متطورة جدا، ليكون ذلك في نهاية هذا العام (2014) (1).

خلاصة الفصل:

لقد قمنا التطرق في الفصل إلى المفاهيم الأساسية لأسواق رأس المال والمشتقات المالية من حيث طبيعتها وأدواتها وتقسيماتها وقد تم استخلاص ما يلي:

1. تتمتع أسواق رأس المال بأهمية بالغة فهي تساعد على انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وكفناة توجيه واستخدام للموارد المتاحة بكفاءة، على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل للاستثمار وتوظيف الأموال وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها وخاصة في موطنها الأساسي في الدول الرأسمالية المتقدمة.
2. ينقسم سوق رأس المال إلى عدة أسواق التي تجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية حيث تشمل الأسواق الآجلة والأسواق الفورية. ويتم تداول فيها أدوات طويلة الأجل سواء في شكلها التقليدي والتي تتمثل في الأسهم بنوعها العادية والممتازة وكذا السندات وهي أوراق مالية شجعت على الاستثمار ومنحت عدة مزايا للمتعاملين إذ يسمح لهم باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم الأمر الذي يزيد من فعالية ومرونة الأسواق بالإضافة إلى أدوات مالية في شكلها الحديث والمتمثلة في صكوك شراء الأسهم، الأوراق المالية المختلفة المتداولة في أسواق مستحدثة، التوريق والمشتقات المالية.

(1) هاجر يحي، باسمينة إبراهيم سالم، أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية، الملتقى الوطني الثاني حول واقع الهندسة المالية وآفاق تطبيقها في الجزائر، 28 و 29 أكتوبر 2014، جامعة أدرار، ص 17.

3. إن التغيير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعمى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية، وهي عبارة عن عقود مالية يملئ من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، وقيمتها من تشتق قيمة الأصل محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، ورقة مالية، سرعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر معين...الخ.
4. التعامل بالمشتقات المالية وتداولها يتم في أسواق المشتقات المالية، والتي قد تكون أسواق منظمة تنصف بتوحيد شروط التعامل في هذه العقود وتعرف بالبورصة، أو أسواق غير منظمة أسواق فوق الحاجز OTC (Over-the-Counter)، والعقود التي يتم تداولها في هذه الأخيرة تكون أكثر خطورة من تلك المتداولة في الأسواق المنظمة، إذ أنها قد تساهم في تركيز المخاطر لدى أطراف معينة مما يجعل هذه الأدوات مصدر للمخاطر بدلا من أن تكون أداة للحد منها، خاصة وأنها بحكم طبيعتها وارتباطها بالتوقعات تصبح أدوات تشكل مخاطر في حد ذاتها.
5. تعتبر المشتقات المالية أدوات للتحوط ضد المخاطر المختلفة التي يتعرض لها المستثمرون، وقد نما بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة خلال السنوات الأخيرة، ولكن الشركات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه الأداة، فحتى أقوى الشركات تمتعا بالجدارة الائتمانية في البلدان النامية لم تتمكن من الوصول إلى أسواق أدوات إدارة المخاطر المالية. والأدوات المشتقة المتاحة عادة للبلدان النامية هي تلك التي تتضمن أدنى تعرض للمخاطر الائتمانية.

الفصل الثاني

أنواع المشتقات المالية

تمهيد

تعرفنا في الفصل الأول على المهندسون الماليون وكيفية بذلهم لجهود كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة، عن طريق ابتكار عقود وأدوات استثمار ماليّة جديدة تلبّي هذه الرغبات المتطورة واللامتناهية. وأوصلهم ذلك إلى ابتكار العقود المشتقة بأنواعها المختلفة لإدارة المخاطر والمضاربة والمراجحة، ولكن قبل التطرق لهذه الاستراتيجيات وجب التعرف أولاً على أنواع المشتقات المالية وكيفية التعامل بها لتنفيذ تلك الاستراتيجيات. ومن أكثر الأنواع تداولاً في الأسواق وأشهرها هي: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلات. أما طرق واستراتيجيات التعامل بها فهي تختلف وتتعدد من نوع إلى آخر.

وهذا ما سنحاول التعرف عليه في هذا الفصل من أنواع المشتقات المالية واستراتيجياتها من خلال ثلاث مباحث التالية:

المبحث الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية

المبحث الثاني: عقود الخيار

المبحث الثالث: عقود المبادلة

المبحث الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية

بالرغم من أنه جرت العادة على التفرقة بين العقود الآجلة والمستقبلية على أنهما شيئان مختلفان، إلا أنهما في الأصل شيء واحد. فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحاً عقوداً آجلة، غير أنه تم تمييزها بتلك الأدوات التي تجري عقدها وتداولها من خلال نوع السوق، فالعقود الآجلة يتم تداولها في السوق غير الرسمية أما العقود المستقبلية فيتم عقدها وتداولها في السوق الرسمية. ففي السوق غير الرسمية يتم تفصيل تلك العقود وفقاً لتفضيلات واحتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها، والأمر ليس كذلك في السوق الرسمية، فهي منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، وجميع العقود منمطة ولا تخضع لتفضيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق غير الرسمية. وسيتم التفصيل في العقد من خلال هذا المبحث والفرق بينهما.

المطلب الأول: العقود المستقبلية Futures

فعل على عكس الأسهم التي تمثل حقوق المساهمين في الشركة فهو عقد لفترة طويلة جداً، إن لم يكن إلى أجل غير مسمى، أما العقود المستقبلية فهي محدودة المدة، وتستخدم في المقام الأول للتحوط من المخاطر تذبذب أسعار السلع الأساسية أو للاستفادة من تحركات الأسعار، وليس لشراء أو بيع سلعة نقدية فعلية، ويتطلب تسليم السلع محل العقد في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد ما لم يتم تصفيته قبل انتهاء صلاحيته.

الفرع الأول: ماهية العقود المستقبلية

سننطلق هنا إلى العقود المستقبلية وأنواعها المختلفة حسب الأصول محل ذلك العقود، وأهم الخصائص التي تتمتع بها.

أولاً: تعريف العقود المستقبلية: هي عقود لشراء (بيع) السلع أو الأصول المالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد (1).

كما عرفت بأنها التزام تعاقدي ملزم نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين، بسعر معين، وتاريخ معين في المستقبل. ويختلف عن العقد الآجل من أنه متاح للتداول في البورصة (2).

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 411.

(2) Trading In Futures An Introduction, Chicago Board of Trade (CBOT), p 1, sur le site : www.cbot.com; le: 19/04/2012, à 22:48

وعرفها آخرون بأنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد (1).

يعتبر العقد ملزماً للطرفين وعادة ما يضمنه بيت التسوية أو المقاصة. إذ يساهم الوسطاء في إبرام العقود المستقبلية ويتم تداولها بطريقة المزاد المفتوح إذ يقوم الوكلاء عادة بتنظيم التسويات بين طرفي العقد آخذين بعين الاعتبار ما يحدث من تقلبات سعرية وتأثير ذلك على طرفي العقد، ويتم دفع ما نسبته 15 % من قيمة العقد كهامش لدى الوسيط، ويتم تسويته بعد إجراء التسويات اليومية التي تحدث على الأسعار وهذه التغيرات في الأسعار تنعكس على رصيد كل منهما (2). وعقود المستقبلات هي عقود نمطية ومنظمة رسمياً وكذلك عمليات التعامل بها عمليات نمطية ومنظمة، ويقوم العقد المستقبلي على عدد من أركان لتنفيذه وهي:

1. السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
2. تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
3. محل التعاقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.
4. مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.
5. بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل (3).

ثانياً: أنواع العقود المستقبلية المتداولة في أسواق رأس المال

ويراد بالعقود المستقبلية المالية تلك العقود التي تحوي على الأدوات المالية الأصلية مثل الأسهم، والأوراق المالية ذات الدخل الثابت سواء كانت طويلة الأجل كالسندات، أو قصيرة الأجل كأذونات الخزينة... ومن أهم تلك العقود هي:

- (1) محمد مطر، مرجع سابق، ص 306.
- (2) دريد كامل لال شبيب، مرجع سابق، ص 412.
- (3) محمد صالح الحناوي والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007)، ص 354.

1. العقود المستقبلية على الأسهم: وهو اتفاق لشراء أو بيع الأسهم بسعر ثابت في تاريخ مستقبلي، فعلى عكس شراء الأسهم التقليدية، فأنت لا تملك الأوراق المالية، و لذلك لا يحق لك أرباح الأسهم محل العقد ولا يحق لك دعوتك لاجتماعات المساهمين. ففي سوق الأسهم الفورية، يمكنك كسب الأرباح فقط عندما يرتفع سعر سهمك، أما في سوق العقود المستقبلية للأسهم، يمكنك كسب المال حتى عندما تنخفض السعر(1). لنفرض توقع مستثمر انخفاض أسهم البنك الفرنسي BNP Paribas، فيدخل في 9 فيفري 2011 كبائع لبيع 10 عقود مستقبلية لأسهم هذا البنك (100x10=1000 سهم) بقيمة 56,822 للعقد أي ما يعادل £56822. في 11 فيفري 2011، لاحظ المستثمر انخفاض في قيمة العقود المستقبلية على أسهم BNP Paribas فقرر الدخول كمشتري في هذه العقود لشراء 10 عقود (100x10=1000 سهم) بقيمة 56,471 للعقد أي ما يعادل £ 56471، وبذلك حقق المستثمر ربح يقدر بـ £351 (56471-56822) (2).

2. العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت: أما العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، تطلق عليها أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة، وهو عقد إلزامي بين المشتري والبائع على التسليم مستقبلا أصول مالية مدرة للفوائد (3)، وتستخدمها الشركات التي قد تعاني من الخسائر الناجمة عن التقلبات في أسعار الفائدة (مثل البنوك وشركات السمسرة وشركات التأمين) يمكنها استخدام هذه العقود للتحوط والتقليل من المخاطر، أما المضاربون فيستخدمون هذه العقود للمراهنة على انخفاض أو ارتفاع أسعار الفائدة في السوق مستقبلا (4). ويمكن توضيحه بالمثال التالي: توقع شخص ما انخفاض أسعار الفائدة في الأشهر القادمة، وارتفاع أسعار أذونات الخزينة في المستقبل تبعا لذلك، حيث أن أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تتأثر بأسعار الفائدة، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة انخفضت أسعار الأوراق المالية، والعكس صحيح، ولذا فقد أبرم هذا الشخص في شهر فيفري عقد شراء مستقبلا لما قيمته مليون دولار من أذونات الخزينة، بمبلغ قدره \$900000 وتسلم في شهر أوت، فإذا حل هذه الموعد وتحقق ما توقعه من ارتفاع أسعار الأذون، حيث أصبح سعرها مثلا \$950000، فإنه إما أن يتسلمها من البائع ويسلمه ثمنها ثم يبيعهها بالأسعار الحالية المرتفعة، أو أن يقوم بالتسوية النقدية مع البائع على الفرق بين السعرين، محققا في الحالتين ربحا قدره \$ 50000 (5).

(1) **How Stock Futures Work**, Dave Roos, sur le site:

money.howstuffworks.com/personal-finance/financial-planning/stock-future1, le: 23/12/2012, à 19: 48

(2) **Le contrat à terme sur actions**, sur le site:

comparabourse.fr/fiches-pratiques/contrat-a-terme-sur-actions., le: 23/12/2012, à 19: 51

(3) investopedia.com/terms/i/interestratefuture.asp#axzz2FiR52ds9, le: 19/11/2012, à 21: 46

(4) businessdictionary.com/definition/interest-rate-futures, le: 19/11/2012, à 21:35

(5) هاشم السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011)، ص 257.

كما ذكرنا سابقا تستخدم هذه العقود أيضا للتغطية ضد المخاطر ويمكن توضيح ذلك بالمثال الآتي:

شخص يتاجر في السندات وقد اشترى في شهر جانفي سندات قيمتها الاسمية \$500000 بمبلغ قدره \$420000، ولكنه خشي من ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل وانخفاض أسعار تلك السندات فرغب في التأمين على استثماره من هذا الخطر أبرم عقد لبيع تلك السندات في سوق العقود المستقبلية تسلم في شهر جويلية وهو الشهر الذي يرغب ببيع السندات التي يمتلكها فيه بمبلغ قدره \$410000. وفي شهر جويلية وقع ما توقعه وذلك بانخفاض أسعار السندات فبلغت قيمتها في السوق الحالية \$413000 مثلا، وفي سوق العقود المستقبلية \$398000، فانه يكون قد منى بخسارة في السوق الحالية قدرها \$7000 (\$420000 - 413000)، ولكنه حقق ربحا في سوق العقود المستقبلية قدره \$12000 (410000-398000)، أي أنه غطى خسارته في السندات التي يمتلكها وحقق ربحا صافيا قدره \$5000 (12000-7000). (1)

3. العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه . وهناك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S&P500)، ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة... (2)، ويختلف كل مؤشر وطريقة حسابه من سوق لآخر ومن أشهرها: مؤشر داو جونز الصناعي، مؤشر ستاندرد أند بور في الوم.أ، مؤشر الفاييننشال تايمز في بريطانيا، مؤشر نيكاي في اليابان، مؤشر CAC40 في فرنسا...

والتعاقد مستقبلا على مؤشرات الأسهم في حقيقته التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه، وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء، ويدفع البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفع المشتري إن كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر، ويبلغ في معظم المؤشرات 500. والمثال التالي يوضح ذلك: أبرم شخص ما عقد على مؤشر داو جونز بسعر 150 دولار، فلما حل موعد التسليم كانت قيمة المؤشر قد بلغت \$143، فهنا

(1) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، (دار كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع، السعودية، 2005)، ص 954.

(2) www.arab-api.org/course9/c9_4_1.htm, le: 19/11/2012, à 21:42

يقبض المشتري من البائع الفرق بين سعر الشراء وبين قيمة المؤشر وقدره \$9000] (-143-
 500X(125]. أما لو انخفضت إلى 115 فإن المشتري هو الذي يدفع الفرق، وقدره \$5000] (-125-
 500X(115] (1).

ومن أبرز ما تتميز به العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم أن التسوية بالضرورة نقدية من خلال بيت التسوية، بمعنى أنه لا محل إطلاقاً للتسليم والتسلم في تلك العقود، وتكمن أهمية ذلك في مساهمتها في تخفيض تكلفة المعاملات، فلو أن التسوية كانت بالتسليم والتسلم حينئذ يكون لزاماً على بائع العقد المستقبلي تحمل تكلفة المعاملات المصاحبة لشراء العدد الكبير من الأسهم التي يتكون منها المؤشر للوفاء بمتطلبات العقد. هذا وتمثل التسوية النقدية، بقيام أحد طرفي التعاقد بدفع قيمة الفرق بين القيمة المنصوص عليها في العقد، والقيمة الفعلية في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فلو أن قيمة العقد المستقبلي تفوق قيمة سهم المؤشر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، حينئذ يجني الطرف البائع أي صاحب المركز القصير ربحاً يتمثل في الفرق بين القيمتين ويحدث العكس عندما تكون قيمة العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم أكبر من قيمة العقد المستقبلي، إذ سيمثل الفرق حينئذ أرباحاً لمشتري العقد. وبالطبع يمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه على العقد قبيل تاريخ التسليم، وذلك بأخذ مركز عكسي عليه، أي شرائه إذا كان قد سبق له بيعه، أو بيعه إذا كان قد سبق له شرائه (2).

4. العقود المستقبلية على أسعار الصرف: تتعرض أسعار صرف العملات للتقلب والتغير من وقت إلى آخر، ولذلك فإن من يمتلك عملة أجنبية أو يتوقع أن يحصل عليها في تاريخ لاحق ثمناً لسلع قام بتصديرها مثلاً، يكون عرضة لانخفاض سعر هذه العملة عندما يريد تحويلها إلى عملته المحلية، أو أي عملة أخرى كما أن من ينوي شراء عملة أجنبية في تاريخ لاحق للقيام بتسديد مستحقات عليه تحل في هذا التاريخ بهذه العملة مثلاً، يكون عرضة لمخاطر ارتفاع سعرها.

ومن هنا ابتكرت عدة أساليب للحماية من مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار العملات الأجنبية، ومن هذه الأساليب إبرام العقود المستقبلية لشراء أو بيع تلك العملات وخاصة العملات الأجنبية الرئيسية المرتبطة بالنشاط التجاري العالمي كالدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، واليورو... (3). وتم وضع العقود المستقبلية لسعر الصرف في أوائل السبعينات في الولايات المتحدة، وتم تداولها في السوق النقد الدولي (LMM) في بورصة شيكاغو التجارية (CME) وكانت العقود المستقبلية لسعر الصرف واحدة من أنجح العقود في وقت مبكر، أما الآن، فهناك العديد من بورصات العقود المستقبلية في

(1) هاشم السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 259.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات -، مرجع سابق، ص 508، 509.

(3) مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 963.

جميع أنحاء العالم يتداول بها هذا النوع من العقود والتي يتم تسعيرها على أساس العملات الأجنبية إلى العملة المحلية(1).

ولتوضيح فكرة لنفرض حالة مستورد أمريكي قرر في 8 جانفي استيراد 150 وحدة تلفاز من اليابان بسعر 107704 ين للوحدة، وهو ما يعني تكلفة كلية قوامها 16155600 ين. ولما كان سعر الصرف الين سيأخذ اتجاها تصاعديا، فقد أصر على الحصول على قيمة وحدات التلفاز المبيعة بالين وليس بالدولار. وهكذا يكون قد نقل مخاطر سعر الصرف إلى المستورد، الذي لم يجد بدوره سبيلا لتجنب تلك المخاطر أو تخفيضها، سوى شراء عقود مستقبلية على الين بالقيمة المطلوبة.

ونظرا لأن الاتفاق هو على أساس الدفع عند الاستلام وأن تاريخ وصول الشحنة هو شهر ماي، فقد تم شراء عدد كاف من العقود المستقبلية على الين، بتاريخ تسليم جوان، وذلك على أساس انه التاريخ الأقرب لوصول الشحنة، وبالتالي يكون احتمال الاختلاف بين سعر تسوية العقد في ماي والسعر الذي يحمله العقد هو في أضيق الحدود. غير أنه بلغة المشتقات تعتبر التغطية غير كاملة، نظرا لعدم تطابق تاريخ دفع قيمة الشحنة مع تاريخ تسليم العقد المستقبلي غير أن هذا ليس المصدر الوحيد لمخاطر التغطية للحالة التي نحن بصدها، ذلك أن القيمة المطلوبة هي 16,1556 مليون ين، في حين أن عدد الوحدات داخل العقد الواحد هو 12,5 مليون ين، وهو ما يعني أن شراء عقد واحد لا يكفي، كما أن شراء عقدين يعني شراء أكثر مما هو مطلوب. ونظرا لأن القيمة المطلوبة هي الأقرب لعدد عملات الين في عقد واحد، فقد انتهى المستورد إلى شراء عقد واحد يسلم في شهر جوان بسعر صرف قوامه 0,008728 دولار للين الواحد.

وبوصول الشحنة في شهر ماي، كان سعر الصرف للين في السوق الحاضر قد ارتفع إذ أصبح 0,008758 دولار للين، في حين بلغ سعر العقد المستقبلي 0,008752 دولار للين. ويوضح الجدول الموالي النتائج التي انتهى إليها قرار التغطية.

الجدول رقم (05): تغطية المركز المستقبلي لشراء الين الياباني

التاريخ	السوق الحاضر	سوق العقود المستقبلية
01/08	اتفاق على شراء 150 وحدة تلفاز بقيمة كلية 16155600 ين، في وقت كان سعر الصرف 0,008723 دولار/الين.	شراء عقد مستقبلي على الين تسلم في جوان عند سعر صرف قوامه 0,008728 دولار/الين، ويعني عقد قوامه 109100 دولار (12,5 مليون ين X 0,008728 دولار)

(1) Purcell Wayne, Koontz Stephen, Agricultural futures and options Principles and Strategies, (Prentice Hall, 2^{ed}, États-Unis, 1998), p 257.

08/26	شراء 16155600 بين من السوق الحاضر بسعر 0,008758 دولار للين، بقيمة كلية تقدر بـ 141491 دولار.	بيع عقد مستقبلي واحد على أساس سعر الصرف 0,008752 دولار للين، مما يعني سعر العقد قدره 109400 دولار (12,5 مليون بين X 0,008752 دولار).
	مكاسب العقد المستقبلي = 109100 - 109400 = 300 دولار	
	صافي التدفق النقدي الخارج = 141491 - 300 = 141094 دولار	

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني- المشتقات-، مرجع سابق، ص 358.

ففي ظل غياب التغطية كانت ستصبح التكلفة الفعلية للصفقة 141491 دولار، صحيح أنه في ظل التغطية لزم على المستورد شراء احتياجاته من اللين من السوق الحاضر وهو مبلغ قدره 141491 دولار، إلا أنه حقق مكاسب من تسوية مركزه في سوق العقود قدرها 300 دولار، لتصبح القيمة الصافية المدفوعة 141094 دولار. (1)

مثمًا يدخل البعض لسوق العقود المستقبلية باستخدام أسعار الصرف للتغطية يدخلها بعضهم لغرض المضاربة، وتحقيق الربح من خلال فروق الأسعار ليس إلا. (2)

ثالثاً: خصائص العقود المستقبلية

تتسم عقود المستقبلية بخصائص عديدة، نذكر منها:

1. إن لعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري (المركز الطويل) والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري (المركز القصير) وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني (3).
2. نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته.
3. ولأن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم أو تسلم المعقود عليه (4).
4. فيها يتم 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 إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات -، مرجع سابق، ص 357، 358.

(2) هاشم السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 263.

(3) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 153.

(4) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 217.

5. يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد. (1)
6. إن طرفي هذه العقود غالباً ما لا يعرف أحدهما الآخر، وبالتالي لا يدخل طرفا التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التسوية أو المقاصة التي تعمل كمشتريّة أو كبائعة دون تنافس أي من المشتريين أو البائعين. وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان انجاز العقود بكفاءة.
7. يقوم متاجرو المستقبلات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستبقاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة، منها: وديعة حقيقية أو اعتماد مصرفي أو أدوات الخزينة... وهو يمثل غالباً نسبة قليلة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلات والتي لا تتجاوز عادة 5%.
- وبشكل عام يحدد الهامش المطلوب حسب ظروف التبادل وسلوك المستثمر. فكلما سادت تقلبات الأسعار وكان المستثمر متحوطاً فإن هذا الهامش يرتفع أكثر. وتتدخل بيوت التصفية بالتأثير على هذا من خلال بحثها عن استقرار السوق وموازنة الحسابات، وخاصة من خلال جزء من الخسائر على الهامش المذكور والتزام المتاجرين بتوفير السيولة الإضافية لرفع موازنات الحسابات اليومية (2).

الفرع الثاني: تنظيم تداول العقود المستقبلية

إن عملية تنظيم أسواق العقود المستقبلية تتم في شكل تنظيمات تطوعية لا تهدف إلى الربح، بها قواعد محددة، وتحكمها الرسوم والأتعاب التي تتم تقاضيها مقابل الخدمات المقدمة، وهي تتكون من عدد محدد من الأعضاء، أفراد أو مؤسسات، يملكون مقاعد يحصلون عليها مقابل دفع رسوم العضوية في تلك السوق. كما تتكون أسواق العقود المستقبلية من غرف التعامل التي تتم فيها عملية التداول من قبل السماسرة، وغرفة المقاصة أو ما يطلق عليها بيت التسوية التي تقوم بعمليات التسوية بين الأطراف.

أولاً. أسواق العقود المستقبلية: مع نهاية القرن الثامن عشر كانت تتم عملية تبادل السلع الزراعية من خلال الأسواق الحاضرة، بدأً من أوربا ثم الولايات المتحدة الأمريكية، وبالتحديد في مدينة نيويورك وبعض المدن الأخرى. ومع مرور الزمن وبالتحديد سنة 1840 أصبحت شيكاغو مركزاً للمواصلات والتوزيع، فلتجّه المزارعون إلى نقل محاصيلهم إلى تلك المدينة بغرض بيعها وتوزيعها. وبسبب الطبيعة الموسمية للإنتاج الزراعي خاصة الحبوب فإن كميات كبيرة كانت تشحن إلى مدينة

(1) بو عافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 12.

(2) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 153، 154.

شيكاغو في الصيف وبسبب نقص وسائل التخزين في المدينة أدى ذلك إلى الزيادة في العرض مؤقتاً، وانخفاض الأسعار وقت الحصاد. وكان هذا الانخفاض حاداً بالنسبة للمزارعين الذين يتأخرون في نقل محاصيلهم إلى المدينة، إذ تصل منتجاتهم بعد أن تكون السوق قد تشبعت ، بالإضافة إلى ذلك عدم وجود سوق مركزي يتقابل فيه البائعون والمشترون، فقد كان البيع والشراء يتم من خلال تجار مبعثرين، وغياب سبل الاتصال بين الأطراف.

وفي 1848 قامت مجموعة من رجال الأعمال بالخطوة الأولى لتخفيف هذه المشكلة بإنشاء بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT) Chicago Board of Trade في البداية نظمت لغرض توحيد الكميات ونوعيات الحبوب لبضع سنوات (1). ومع قيام البورصة أصبح من الممكن للتجار إبرام العقود مع المزارعين تتضمن أركاناً أساسية في مقدمتها تاريخ التسليم، مستوى الجودة، السعر ومكان التسليم. وقد أطلق على تلك العقود، عقود وفقاً لتاريخ تسليم المحصول To arrive contract. ولقد ساهمت هذه العقود في تخفيف حدة اضطراب المزارعين لبيع محصولهم خلال موسم الحصاد بأسعار قد تكون شديدة التذبذب، وبذلك أصبح في الإمكان البيع والشراء طوال السنة بمقتضى عقود بتواريخ تسليم متباينة متفق عليها(2).

ولاحقاً طور أول عقد آجل Forward contract والذي كان يطلق عليه To arrive contract، وهو يشترط على أن يوافق المزارع على تسليم الحبوب في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه مسبقاً، وهذا يعني بأن المزارع لا يشحن الحبوب إلى شيكاغو في وقت الحصاد ولكن في التاريخ المتفق عليه في العقد. ونظراً لتزايد ظاهرة تراجع أحد الأطراف على تنفيذ هذه العقود (3)، والسبب في ذلك اختلاف السعر في العقد عن السعر في السوق الحاضر، لذلك تم وضع قانون مؤداه أن يودع كل طرف مبلغ من المال لدى طرف ثالث لإثبات حسن النية، وأطلق عليه أموال الهامش Margin Money والتي كانت نواة لنظام الهامش Margin System المعمول به في أسواق العقود المستقبلية.

وهذا التطور في تنميط العقود وجدها المضاربون فرصة فبدلاً من بيع وشراء المحاصيل الزراعية أصبحوا يقومون ببيع وشراء العقود وفقاً لتوقعاتهم بشأن الأسعار المستقبلية. وهكذا وفر المضاربون السيولة لسوق العقود، ومكنوا المزارعين والصناع من تغطية مراكزهم ضد التغيرات السعرية. وهكذا انتقلت مخاطر السعر من الطرفي العقد وهما المزارع والصانع الذين لهم في الأصل حاجة التحوط Hedgers، إلى المضاربون Speculators الذين يهدفون إلى تحقيق الربح. وفي سنة 1920 أسست دار

(1) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 253.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 515.

(3) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 254.

المقاصة لتسوية العقد بين أطراف العقد كما أضافت عدت مكونات أساسية جديدة لتنميط العقود الآجلة. لكي يتم تداولها في أسواق منظمة(1). ولكن كيف طورت هذه الأسواق ليشمل التعاقد الأصول المالية؟

نعلم أنه خلال سنة 1971 سمحت الاقتصاديات الغربية أسعار صرف عملتها بالتقلب، مما فتح المجال لتشكيل في 1972 أول سوق مالي منظم وهو سوق النقد الدولي International Monetary Market (IMM)، وهو فرع تابع لبورصة شيكاغو (Chicago Mercantile Exchange (CME، والتي خصصت لتداول العقود على العملات الأجنبية وكان أول عقد مستقبلي على الأصول المالية هي العملات الأجنبية. وظهر بعدها أول عقد مستقبلي على أسعار الفائدة وكان سنة 1975. وفي 1976 قدم السوق النقدي الدولي أول عقد مستقبلي على أدوات الخزينة قصيرة المدى 90 يوما وحقت نشاطا كبيرا لعدة سنوات، ولكن شعبيتها قلت بسبب النجاح الكبير الذي حققته العقود المستقبلية للأورودولار التي أطلقت في 1981. وفي سنة 1977 ظهرت العقود المستقبلية لسندات الخزينة، ثم في سنة 1980 ظهرت العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم(2). وبعدها تطورت أسواق العقود المستقبلي ونمت بشكل لافت للنظر فعدد الأسواق المنظمة التي تتداول فيها تلك العقود يفوق عدد مثلها من الأسواق الحاضرة، كما تعددت العقود المتداولة فيها.

ثانيا. المتعاملون في السوق وأنواع الأوامر: يوجد العديد من المتعاملون في السوق المستقبلي يتم الاتصال بين هؤلاء الأطراف عن طريق الأوامر، وهذا ما سنتحدث عنه في هذا الجزء.

I. المتعاملون في السوق المستقبلية: تتمثل الأطراف الرئيسية للعقود المستقبلية في المشترون والبائعون، والمضاربون والمستثمرون الراجيون في التغطية، وبيت التسوية، وبيت السمسة. وفيما يلي نعرض كل من هذه الأطراف:

1. المشترون والبائعون: المتعاملون في السوق المستقبلية إما مشترون أو بائعون لتلك العقود. ويطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزا طويلا، بمعنى أنه يشتري العقد ويحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته السوقية فيقوم ببيعه بالسعر المرتفع، محققا بعض الأرباح. أما بائعوا العقود فهم أولئك المستثمرون الذين تأخذون مركزا قصيرا على العقد، بمعنى أنهم يبيعون العقد في الوقت الذي قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد، ويأمل هؤلاء في أن تنخفض أسعار العقود في المستقبل، ليعيدوا شرائها بالأسعار الجديدة ويقفلون بذلك مراكزهم محققين بعض الأرباح. وكما يبدو فان بائعوا العقود المستقبلية لا يخفون بالمرّة عن المستثمرين الذين يبيعون الأسهم على المكشوف في السوق الحاضر(3).

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 515، 516.

(2) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 254.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 643، 644.

2. المضاربون والمتحوطون: المضاربون هم المستثمرين الذين يحاولون تحقيق الأرباح عن طريق التخمين باتجاهات السوق، وقد يكون هؤلاء المضاربون أفراد أو مؤسسات، ويمثل المضاربون مصدر سيولة كبير بالنسبة للسوق حيث يمثلون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق العقود. أما المتحوطون فهم يقومون باستخدام العقود المستقبلية بهدف تخفيض المخاطر نتيجة لامتلاكه أصل ما أو يتوقع أن يمتلكه. أي أن ذلك المستثمر قد حصل على مركز طويل الأجل، وبالتالي فهو عرضة لمخاطر تغير سعر ذلك الأصل. ولتخفيض تلك المخاطر فإنه يسعى لأخذ مركز قصير الأجل في سوق العقود المستقبلية وذلك بالتعاقد على بيع ذلك الأصل، وهو ما يطلق عليه تغطية قصيرة. أما إذا كان المستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلاً فيمكنه أخذ مركز طويل الأجل بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، وهو ما يطلق عليه تغطية طويلة(1).

3. بيت التسوية: تعتبر دار التسوية وسيط وضامن لكل صفقة وهو ليس قديم كقدم أسواق المستقبلية، فأول دار للتسوية أسست سنة 1925 في مجلس تجارة شيكاغو. وهي مؤسسة مستقلة وحملة أسهمها هم شركات التصفية وأعضاء فيها (2). وتتلخص مهمته في تحقيق الانسيابية وتسهيل التعامل في العقود المستقبلية، ولعل المهام التي يضطلع بها والتي تتعلق بنظام الهامش وما يصحبه من تسوية يومية، هي التي وضعت الأساس القوي لما يسمى بانتظام السوق. ويقف بيت التسوية بين طرفي العقد، ليبدوا وكأنه بائع بالنسبة للمشتري، وكأنه مشتري بالنسبة للبائع، ومن ثم تصبح العلاقة بين طرفي العقد علاقة غير شخصية. ومركز بيت التسوية على هذا النحو يجعله ضامناً للمشتري في مواجهة البائع، وضامناً للبائع في مواجهة المشتري وعليه فإنه على عكس العقود الآجلة التي يكون فيها السبيل لمواجهة مخاطر عدم وفاء أحد الطرفين بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، هو ضرورة توفر ثقة كل طرف في الطرف الآخر، فإنه في العقود المستقبلية تتجنب بيوت التسوية المخاطر عن طريق آليتين هما: نظام الهامش والتسوية اليومية(3).

4. بيوت السمسرة: تقع على بيوت السمسرة مسؤولية الالتزام بنظام الهامش في مواجهة بيت التسوية، كما على بيت السمسرة أيضاً أن يلتزم بالقاعدة الراسخة المتمثلة فيما يشار إليه بما يسمى "أعرف عميلك" وهي قاعدة هامة تجعل بيت السمسرة رقيباً على الأوامر التي يصدرها العميل للتأكد من عدم مخالفتها للتشريعات. ومن الأمثلة على ذلك الأحكام التشريعية التي تضع الحدود القصوى لمراكز المتعاملين، على

(1) محمد صالح الحناوي والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 357.

(2) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 266.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات، مرجع سابق، ص 126.

عقود معينة، في نفس السياق يقع على بيت السمسرة مسئولية الكشف ولإبلاغ عن التلاعب الذي قد يقع من بعض العملاء، مثل فتح أكثر من حساب لدى السمسار، للتهرب من قيد الحد الأقصى لعدد العقود(1).

II. أنواع الأوامر وإجراءات تنفيذها: هناك عدة أنواع من الأوامر التي يمكن أن يصدرها للسماسرة وهي أوامر لا تختلف في مضمونها عن تلك التي يصدرها المستثمرون للسماسرة في سوق الأوراق المالية.

1. أمر السوق Market Order: وهو النوع الأكثر شيوعا في نظام السوق فعندما تقوم بإدخال أمر السوق، فانك تصرح ببساطة بالمعلومات التالية: (1 اسم العقد الذي تريده، (2 عدد العقود (3 نوع العملية سواء كانت شراء أو بيع وبذلك لا تحتاج لتحديد الأسعار. وعندما يصل أمر السوق لقاعة التداول، أو مشغل المطابقة الإلكترونية في حالة التداول الإلكتروني، يتم تنفيذ أفضل سعر ممكن للعرض/الطلب في تلك اللحظة، وهدفهم هو أن يتم تنفيذ هذا الأمر في أقرب وقت ممكن.

2. الأمر المحدد Limit Order: وهو الأمر الذي يكون فيه السعر الذي يجب أن يتم تنفيذه محدد، وبعبارة أخرى، لا بد أن ينفذ بهذا السعر أو أفضل منه. وميزة الأمر المحدد هو أن يعرف المستثمر أسوأ السعر الذي سيحصل عليه إذا تم تنفيذه. وبذلك عليه وضع حد أقصى للسعر في حالة الشراء وحد أدنى في حالة البيع، كما قد يكون الأمر المحدد من حيث الزمن(2).

3. أمر الإيقاف Stop Order: لن يتم تنفيذ أوامر التوقف حتى يصل سعر العقد مستوى معين أو تخطئه. وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الأوامر: أوامر تتعلق بالبيع، وأوامر تتعلق بالشراء. وتحدث أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع Stop-Loss Orders لو أن السعر السائد في السوق 101 مثلا، وأن المستثمر يأمل أن يرتفع السعر عن ذلك، ولكنه يخشى في نفس الوقت حدوث هبوط شديد في الأسعار، حينئذ قد يصدر أمرا للسمسار بالبيع إذا ما انخفض السعر إلى 100,8 مثلا، وإذا لم يتمكن السمسار من إبرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزما بتنفيذ الأمر عند أي سعر يمكنه اللحاق به، وهكذا يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق بمجرد بلوغ سعر السوق إلى المستوى الذي حدده العميل، إذا أصبح تنفيذ الأمر واجبا مهما انخفض سعر العقد. أما أمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء Stop-Buy Order فانه يقضي أن يقوم السمسار بشراء العقد إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها. فلو أن السعر الذي يباع به العقد هو 75، وأن المتعامل يأمل أن ينخفض السعر عن ذلك، غير أنه يخشى في نفس الوقت أن يرتفع السعر، فقد يصدر أمر الإيقاف عند سعر 75,5. بمعنى أن يسعى السمسار إلى تنفيذ الأمر عند هذا السعر أو أي سعر آخر مرتفع يمكن اللحاق به. ويعالج أمر الإيقاف المحدد Stop-Limit

(1) المرجع السابق، ص 135.

(2) Trading In Futures An Introduction, Op. Cit, p 12.

Orders حالة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة، ففي حالة استخدام أمر الإيقاف المحدد يضع المستثمر حدا أدنى وحدا أقصى للسعر، ولا يتم التعامل إلا بسعر يقع بين السعرين المحددين(1).

سبق وان ذكرنا أنه لا سبيل للمستثمرين للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيت السمسرة، ولكن كيف تتم إجراءات تنفيذ أوامر العميل؟ تتم عملية تنفيذ الأوامر من خلال إجراءات وهما(2):

1. الإجراءات التمهيديّة : يقوم ممثل المسجل ويدعى "بائع عمولة العقود المستقبلية Futures Commission Merchant" التابع لبيت السمسرة، بفتح حساب للعميل يسمى حساب المتاجرة. وهو حساب يودع فيه العميل الهامش المبدئي الذي يحدده بيت السمسرة. ويفتح حساب لكل سلعة يرغب العميل التعامل بها. وبعد فتح هذا الحساب، يصبح العميل قادرا على إصدار أوامر شراء أو بيع.
2. الإجراءات التنفيذية: يمكن لذلك العميل أن يصدر أمرا بالشراء (المركز الطويل)، أو أن يصدر أمر بيع (المركز القصير) إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة، الذي يتولى إبلاغ هذا الأمر للقسم المسئول عن العقود المستقبلية ببيت السمسرة، فينقله إلى سمسار الصالة في البورصة، فيتوجه به إلى حلبة التعامل (*)، ويلتقي مع أقرانه الذين يتعاملون على نفس السلعة، بآعين ومشتريين، ويتم تنفيذ الأوامر بالإعلان فيما بينهم على الأوامر التي تحمل نفس تاريخ التنفيذ . فسمسار الصالة الذي يعلن عن عرض الشراء سينادي بعدد العقود المطلوبة للشراء أولا ثم عن السعر، والسمسار الذي يعلن عن عرض البيع فإنه ينادي بسعر البيع أولا ثم عدد العقود المعروضة للبيع. والسعر عادة ما يتم اختصاره فمثلا لو أن سمسارا أراد شراء 4 عقود مستقبلية للذهب بسعر (\$403,20) فإنه قد ينادي " 4 " بـ " 20 " والرقم الأخير يشير إلى 20 سنت لأن الرقم 403 يدرکه الجميع. كما يستخدم النظام المعقد إشارات الأيدي للدلالة على أسعار الشراء والبيع. ومن ثم فإن كل سمسار صالة يسجل عدد العقود ونوع العقد وتاريخ التسليم و الحروف الأولى من اسم المتعامل الآخر. كما أن هناك الآن أنظمة التداول الإلكتروني، بظل هذا النظام فإن المشتري والبائع يتم مقابلتهما بالحاسوب. فالمشتري المحتمل يجلس عند المحطة الطرفية ويؤشر على السعر الذي يرغب الشراء به، وهذا السعر ينقل عبر النظام، والمتعامل الآخر يجلس أيضا عند إحدى

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات-، مرجع سابق، ص ص 129، 130.

(2) أحمد محمد خليل الإسلامبولي، العقود المستقبلية والشريعة الإسلامية، ندوة بمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 04 أبريل 2007، ص 05، على الموقع:

islamiccenter.kau.edu.sa/arabic/Hewar_Arbeaa/abs/219 ; le: 23/11/2012, à 23:55

(*) حلبة التعامل: لدى أغلب البورصات قاعتان للتداول كبيرتان، وكل قاعة تحوي على العديد من حلقات أو حلقات التداول وكل حلبة تخص عقد مستقبلية سلعة معينة، لكن طريقة التداول هي نفسها في جميع الحلقات. والتداول يتم في هذه الحلقات داخل القاعة.

المحطات ويؤثر رغبته بالبيع بسعر المشتري من خلال الضغط على المفتاح المناسب (1). ثم يؤكد سمسار الصالة تنفيذ الأمر إلى الممثل المسجل لبیت السمسرة، الذي يتولى بدوره إخطار بيت السمسرة، الذي يخطر العميل بتنفيذ الأمر. ثم يقوم كتبة الصالة بتجميع أوراق الصفقات، وتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، فيضع ذلك الأخير كل عقد بيع أمام عقد شراء لعقود السلعة التي لها نفس تاريخ التنفيذ، معلنا مولد عقد جديد على ذلك الأصل، يعلن عنه في لوحة الإعلانات. ويخطر به مركز الخدمة الإعلامية، لتبث ذلك محليا وعالميا. بعد ذلك يحول بيت التسوية ذلك العقد الشخصي إلى عقدين، بأن يقف بائعا أمام مشتر العقد، ويقف مشتريا أمام بائع العقد، ومن ثم يمكن لأي طرف أن يقلل مركزه دون أن يتأثر الطرف الآخر.

ثالثا. مواصفات العقد المستقبلي: فمن أهم ما تتميز به العقود المستقبلية هي النمطية ويقصد بنمطية العقود هو أن شروط ومواصفات العقود محددة من قبل إدارة السوق، وليس لأحد الأطراف وضع شروط أو مواصفات من عنده، بل عليه اختيار ما يناسبه من الشروط والمواصفات المعروضة، ويشمل التتميط في العقود المستقبلية الأمور التالية:

I. وحدة التعامل (حجم العقد Contract size): وتعني عدد الوحدات التي يتضمنها عقد مستقبلي واحد، وقد تكون عدد من وحدات البوشل للحبوب أو عدد الدولارات من القيمة الاسمية للأداة المالية. ويعتبر حجم العقد قرار هام جدا، فإذا كان الحجم صغيرة جدا، فسيجدها المضاربون أكثر تكلفة لتداوله، وبما أن العقود ليست قابلة للتقسيم، فلذا كانت كبيرة للغاية، فالمتحوظون قد لا يتمكنون من الحصول على مطابقة عدد هذه العقود حسب حاجتهم، فمثلا إذا كان مجلس شيكاغو للتجارة قد أنشأ عقد مستقبلي لسندات الخزانة بقيمة 01 مليون دولار، فالمتحوظ الذي يريد تغطية سندات قيمتها 500000 دولار لا يمكنه استخدامها (2).

II. شروط التسليم Delivery Terms: من أهم ما يميز العقد المستقبلي أن غالبية العقود التي يتم إبرامها لا تؤدي إلى تسليم الأصل محل هذه العقود، ويتم إنهاؤها قبل حلول مواعيد الاستحقاق وسنتطرق إليه فيما بعد، ومع ذلك فترتيبات التسليم مهمة لتفهم العلاقة بين السعر المستقبلي للأصل وسعره الفوري (3). فإدارة البورصة تقوم بتحديد مكان أو أماكن التسليم فهذا أمر بالغ الأهمية للبضائع أو المواد الخام بما في ذلك تكلفة النقل العالية، فعندما تعدد أماكن التسليم قد يتم فرض الفرق في تغير الأسعار حسب المناطق، فمثلا للحصول على العقد مستقبلي الذرة التي تتداول في مجلس تجارة شيكاغو، قد يكون

(1) John Hull, Op. Cit, p 35.

(2) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 258.

(3) طارق عبد العال، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبة، (الدار الجامعية، مصر، 2001)، ص

تسليم في شيكاغو، Burns Harbor و Saint Louis، ولكن الثمن للبوشل أقل من 4 سنتات عند الدفع في المدينة سانت لويس عن شيكاغو (1). كما يتم تحديد كذلك كيفية التسليم ومواصفات أو درجة جودة الأصل وتاريخ التسليم فقد تتحدد هذه الأخيرة بشهور معينة، أو في دورات ربع سنوية منتظمة مثل العقود على أذون الخزينة، بما يتلائم مع تواريخ استحقاق الأذون الأكثر تداولاً في السوق الحاضر. وفي حالة العقود على السلع الزراعية قد لا تكون تواريخ التسليم منتظمة، بسبب موسمية المنتج، إذ قد تكون الفترة من تاريخ تسليم معين وتاريخ آخر هي شهر بينما قد يكون تاريخ التسليم التالي بعد خمسة شهور، وذلك بما يناسب مواسم الحصاد (2).

III. حدود التقلبات السعرية: البورصة لها الحق بفرض حدود على تحركات الأسعار اليومية للعقود المستقبلية عن أسعار إغلاق اليوم السابق، فحدود الأسعار اليومية تأخذ أعلى سعر Limit up وأدنى سعر Limit down للعقود المستقبلية يمكن أن تصل إليه خلال المتاجرة ذلك اليوم.

فعندما يصل السعر اليومي مداه لا يعني ذلك أن المتاجرة تتوقف وإنما تستمر بالسعر نفسه ولكن دون تجاوز أعلى وأدنى سعر محدد. وفي اليوم التالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق ويتفاوت الحد الأقصى للتغير السعري من أصل إلى آخر وان كانت بعض العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى المشار إليها أما السبب بوضع حد أقصى للتغيرات السعرية هو الحد من آثار المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد إلى السوق إذ أن التغيرات السعرية للعقود تعكس مباشرة العائد المتولد عن الاستثمار فيها، وتتفاوت حدود التغيرات بحسب الأصل (3).

IV. حدود المعاملات أو المراكز: حدود المراكز هي العدد الأقصى للعقود التي يمكن أن يحتفظ بها مستثمر ففي بورصة شيكاغو كان حد المراكز بالنسبة لعقد عمليات الأخشاب في وقت معين 1000 عقد. والهدف من ذلك هو تحقيق التوازن بين ميزة توفير السيولة وميزة توفير الأمان، بالحد من فرص التلاعب في السوق من خلال ممارسة الاحتكار من عدد محدد من المتعاملين على عقد معين. هذا ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصل محل العقد وباختلاف البورصة التي يتم التداول بها (4).

رابعا. نظام الهامش والتسوية اليومية: بالإضافة إلى ما يحققه بيت التسوية من ضمان لتنفيذ الصفقة، ومن ثم تخفيض المخاطر التي يتعرض لها أطراف التعاقد، فإن مسؤولية بيت السمسرة عن عملائه تعد وسيلة أخرى من وسائل حماية المتعاملين في أسواق العقود المستقبلية. وطالما أن بيت

(1) John Hull, Op. Cit, p 22.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات -، مرجع سابق، ص 156.

(3) حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 86، 87.

(4) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات -، مرجع سابق، ص 162.

السمسرة مسئول عن دفع تكاليف تنفيذ التعاقد في حالة تعثر العميل فإنه يقوم باستخدام الهوامش، وإجراءات التسوية اليومية للمركز المالي للعميل لتخفيض المخاطر التي يتحملها في حالة تعثر عملائه(1).

I. الهامش المبدئي: يلتزم كل مستثمر يتعامل في العقود المستقبلية، بفتح حساب لكل سلعة يبرم عليها عقود مع بيت السمسرة الذي يتعامل معه. وبمجرد إبرام عقد من العقود المستقبلية، يقوم كل من البائع والمشتري بإيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه، يطلق عليه أحيانا هامش الأداء يتمثل في مبلغ نقدي أو أوراق مالية. أما الهدف من ذلك فهو ضمان التزام المستثمر بتنفيذ بنود العقد ويتمثل الهامش في نسبة تتراوح بين 5% و 15% من القيمة الكلية للعقد(2). ففي نهاية كل يوم تداول تقوم اللجنة المكونة من موظفي دار المقاصة بتحديد سعر التسوية، وباستخدام هذا السعر يتم وضع علامة على كل حساب، ويحدد الفرق بين سعر التسوية الحالي وسعر تسوية اليوم السابق، فإن كان موجبا بسبب ارتفاع سعر التسوية فإن المبلغ يكون دائنا ويضاف في حسابات الهامش لأصحاب المراكز الطويلة ويكون هذا المبلغ مدينا ويتم اقتطاعه من حسابات الهامش لأصحاب المراكز القصيرة، أما إذا كان الفرق سالبا بسبب انخفاض سعر التسوية فإن المبلغ يكون دائنا بالنسبة لأصحاب المراكز القصيرة ومدينا بالنسبة لأصحاب المراكز الطويلة(3). وعلى العموم فإن رصيد حساب كل من المشتري أو البائع يحتسب كالاتي:

$$\text{رصيد حساب الهامش} = \text{الهامش المبدئي} + (\text{الأرباح اليومية} - \text{الخسائر اليومية})$$

مثال: إذا تم إبرام تعاقد في مارس 2012 بين فايز وعاطف على 10000 سهم من أسهم إحدى الشركات. على أن يتم التنفيذ في أول أكتوبر 2012 يقوم فايز بشراء مقابل 100 دج للسهم ويقوم عاطف بالبيع مقابل 100 دج للسهم فإذا كان الهامش المبدئي 10% فإن كل من فايز وعاطف يقومان بإيداع مبلغ 100000 دج لدى بيت السمسرة أو ما يقابلها من أوراق مالية(4).

II. التسوية اليومية: إذا اتجهت الأسعار لصالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه(5). إذا فرض أنه بعد إبرام التعاقد بين فايز وعاطف حدث في الثاني من مارس انخفاض في أسعار ذلك النوع من العقود بحيث أصبح سعر التسليم 98 دج، يترتب على ذلك أن يحقق فايز خسارة إجمالية قدرها $(100 - 98) \times 10000 = 20000$ دج مما يؤدي إلى انخفاض الهامش المبدئي لفايز إلى 80000 دج. وبالتالي يقوم بيت السمسرة بتعديل حساب

(1) محمد صالح الحناوي والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 359.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 650، 651.

(3) Don M. Chance, Robert Brooks, Op. Cit, p 267.

(4) محمد صالح الحناوي والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 360.

(5) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 220.

فايز ليعكس الخسارة وتعديل حساب عاطف ليعكس أرباحه. ويتم إجراء هذا التعديل بصفة يومية وفقا لأسعار

إقفال مثل هذا النوع من العقود في البورصة (1).

III. هامش الوقاية: عادة ما يحدد بيت السمسرة هامش صيانة تتراوح نسبته ما بين 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي. هذا يعني بعبارة أخرى أن رصيد حساب السلعة لا ينبغي أن ينخفض عن 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي، وإلا طالب السمسار بإيداع المزيد إلى الرصيد (2). وفي المثال السابق اتضح أن بالنسبة لحساب فايز حيث انخفض الهامش إلى 80000 دج وعلى هذا فإن هامش الوقاية (75%) لكل من فايز وعاطف هو:

هامش الوقاية = الهامش المبدئي x نسبة هامش الوقاية

$$= 100000 \times 75\% = 75000 \text{ دج}$$

يلاحظ أن الهامش المبدئي انخفض في حساب فايز إلى 80000 دج نرى أنه ما زال أعلى من هامش الوقاية لذلك لن يقوم بيت السمسرة بمطالبة فايز بإضافة أي مبلغ لرصيد حسابه.

والآن إذا حدث وانخفض سعر هذه العقود يوم 3 مارس إلى 96 دج للسهم في هذه الحالة يصبح

رصيد حساب فايز كالتالي:

$$\text{مقدار الخسارة} = (98 - 96) \times 10000 = 20000 \text{ دج}$$

$$\text{رصيد حساب فايز} = 80000 - 20000 = 60000 \text{ دج}$$

يلاحظ أن رصيد حساب فايز أصبح أقل من متطلبات هامش الوقاية في هذه الحالة يطلب بيت السمسرة من فايز إيداع مبلغ بمقدار 40000 دج حتى يصل رصيد حسابه إلى الهامش المبدئي ويطلق على مقدار الأموال في هذه الحالة الهامش الإضافي (3).

IV. إقفال العقود المستقبلية: في حالة انخفاض رصيد حساب المستثمر عن هامش الوقاية وعدم قدرة

المستثمر على تغطية الحساب كما في حالة فشل فايز في تغطية حسابه فإن بيت السمسرة يقوم بإقفال حساب فايز في 03 مارس. وحيث تاريخ تنفيذ العقد هو أول أكتوبر حيث يتم تسليم الأصل محل التعاقد، لذلك فإنه لا يمكن إقفال العقد في شهر مارس. إذن كيف يتم إغلاق حساب فايز في مارس؟ تتم عملية إقفال الحساب عن طريق الصفقة العكسية وذلك على النحو التالي:

يقوم بيت السمسرة بالبيع باسم فايز عقد بنفس الكمية وقدرها 10000 سهم من أسهم نفس الشركة

$$\text{في مقابل} (96 \times 10000) = 960000 \text{ دج.}$$

(1) محمد صالح الحناوي والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 360.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 652.

(3) محمد صالح الحناوي والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 360، 361.

وحيث أن فايز إذا قام بتسلم كمية الأوراق المالية محل الصفقة كان سيدفع 1000000 دج

$$\text{إذن خسائر فايز} = 1000000 - 960000 = 40000 \text{ دج}$$

$$\text{إذن صافي رصيد حساب فايز} = 60000 - 40000 = 20000 \text{ دج}$$

وبذلك يتم إقفال حساب فايز لدى السمسار ويقوم فايز بسحب مبلغ 20000 دج وهي ما تبقى في

رصيد حسابه(1).

خامسا. التسوية النهائية للعقد: وهنا يكون أمام الطرفين ثلاث سبل لإقفال مركزهما وهي: أخذ

مركز مضاد أي عكسي أو التسوية النقدية أو التسليم الفعلي. وينطوي السبيل الأول لإنهاء مركز ما على الدخول في عملية تداول (أو متاجرة) عكس العملية الأصلية، فعلى سبيل المثال إذا اتخذ مستثمر ما مركزا طويلا في عقد عمليات مستقبلية للأسهم في 06 جانفي إلى غاية جويلية يمكنه إنهاء أو تصفية المركز في 20 أبريل عن طريق اتخاذ مركزا قصيرا في عقد لشهر جويلية، والعكس صحيح وفي كل حالة يعكس المكسب أو الخسارة الكلية للمستثمر التغير في سعر العمليات بين 06 جانفي و 20 أبريل(2).

أما السبيل الثاني وهي التسوية النقدية وذلك بأن يدفع أحد الأطراف الفرق بين سعر الأصل المالي محل العقد وبين سعرها في السوق وقت التنفيذ، فإن كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن البائع يدفع للمشتري هذا الفرق، وإذا حصل العكس فإن المشتري يدفع الفرق للبائع(3).

أما الطريقة الأخيرة وهي عن طريق التسليم الفعلي للأصل فيتم ذلك من خلال تزويد بوصولات

إيداع

في المخازن أو تسليم أدوات مالية قابلة للتداول. والهدف من التسليم الفعلي هو ضمان توحيد السعر الآني مع السعر المستقبلي في يوم الاستحقاق، إذ أن هذا التوحيد هو الذي يضمن إستراتيجية التحوط، فالهدف الأساسي لتطور سوق العقود المستقبلية هو كونها وسيلة لضمان استقرار الأسعار في إطار تنافسي قوي وليس استلام وتسليم الأصول المتداولة فيها. هذا ويضمن قانون السعر الواحد من خلال عمليات مراجعة الأسعار(4). ولكن غالبية الحالات تجري تسوية العقود المستقبلية إما عند طريق أخذ مركز عكسي أو التسوية النقدية فقلما يجري التسليم الفعلي للعقود. فحوالي 99% من العقود المستقبلية يتم تسويتها نقدا ولا يتم تسليمها، فالسوق المستقبلي ليست أفضل طريق للحصول على الأصول الأساسية، وذلك لأن صاحب المركز الطويل يكون تحت رحمة صاحب المركز القصير. فصاحب المركز القصير بإمكانه التسليم في

(1) المرجع السابق، ص 362.

(2) طارق عبد العال، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص 134.

(3) هاشم السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 272.

(4) ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية - العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق - (معهد

الدراسات المعرفية، عمان، 2004)، ص 319.

أي يوم من أيام التسليم المتعددة وتسليم أي سلع قابلة للتسليم، ويتوجب على المركز الطويل القبول أيا كان العرض الذي يقدمه المركز القصير، وهذا ما يدفع صاحب المركز الطويل بخلق مركزه مبكراً (1).

الفرع الثالث: تسعير العقود المستقبلية

يتم تسعير العقود المستقبلية باستخدام سعر العقد وقيمه، ولكن ما الفرق بينهما؟ وكيف يتم تسعير هذه العقود، وهذا ما سنحاول التوضيحه فيما يلي.

أولاً. الفرق بين سعر العقد المستقبلي وقيمه: سعر العقد المستقبلي هو السعر الذي يباع ويشترى به العقد والذي هو محل الصعود والهبوط، أما قيمته فهو ببساطة التغير في السعر المستقبلي كل يوم أي الفرق بين سعر إقفال العقد في اليوم السابق وسعر العقد في اللحظة التقديرية خلال اليوم التالي (2). أما قيمة العقد في نهاية كل يوم فهي دائماً مساوية للصفر، وذلك بتساوي الفرق بين سعر التسوية الذي يمثل سعر السوق والسعر الذي تحرر به العقد في ذلك اليوم وهو ذاته سعر التسوية، بعبارة أخرى أنه نتيجة التسوية اليومية يحرر عقد جديد بسعر يساوي سعر التسوية (سعر السوق) في ذلك اليوم. ولكن ماذا عن قيمة العقد خلال يوم ما؟ قد تكون القيمة موجبة أو سالبة اعتماداً على اتجاه تغير السعر خلال اليوم مقارنة بالسعر الذي حرر على أساسه العقد في اليوم السابق، وعليه فإن قيمته خلال اليوم تتحدد بالمعادلة التالية:

$$V_t = F_{t-1} - F_t \dots\dots\dots(1-2)$$

حيث V_t قيمة العقد، أما F_{t-1} قيمة السعر الذي حرر به العقد في اليوم السابق، و F_t تمثل سعر العقد في لحظة تقدير قيمته خلال اليوم التالي (3).

ثانياً. صيغة تسعير العقود المستقبلية: في هذه الجزء نضع الافتراضات التالية:

- لا توجد تكاليف المعاملات.
 - معدل الضريبة على الأرباح هو نفسه للجميع.
 - ويمكن إجراء القروض والسلفيات بنفس المعدل خالي من المخاطر.
 - يمكن للشركات الاستفادة من فرص المراجعة التي تنشأ في السوق.
- بعدها نستخدم الرموز التالية لتحديد صيغة العقد المستقبلي:

T: الوقت المتبقي حتى تاريخ تسليم العقد (يحسب بالسنوات)

S_0 : سعر الأصل الأساسي العقد عند تاريخ 0

F_0 : سعر العقد المستقبلي عند تاريخ 0

(1) Don M. Chance, Robert Brooks, Op. Cit, p 270.

(2) Ipd, p 289.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات - ، مرجع سابق، ص ص 230 -

r : معدل خالية من المخاطر للاستثمارات السنوية الحالية أو معدل الاقتراض

$$F_0 = S_0 e^{rT} \dots\dots\dots(2-2)$$

وتعتبر هذه الصيغة في حالة عدم وجود أي تكلفة أو دخل على الأصل محل العقد(1).

فإذا كان $F_0 > S_0 e^{rT}$ في هذه الحالة المراجعون سيتخذون المركز الطويل بشراء الأصول ويتخذون المركز القصير في العقود المستقبلية ببيع الأصول مستقبلاً بسعر F_0 ، وبذلك فالربح (P) يكون عبارة عن الفرق بين طرفي المعادلة كالتالي:

$$P = F_0 - S_0 e^{rT} \dots\dots\dots(3-2)$$

أما إذا كان $F_0 < S_0 e^{rT}$ سيقومون باتخاذ المركز القصير ببيع الأصول و المركز الطويل بشراء العقود المستقبلية بـ F_0 ، وبذلك فالربح (P) يكون عبارة عن الفرق بين طرفي المعادلة كالتالي(2):

$$P = S_0 e^{rT} - F_0 \dots\dots\dots(4-2)$$

وبذلك نستطيع تعميم صيغة التسعير طوال مدة حياة العقد إلى:

$$F = S e^{rT} \dots\dots\dots(5-2)$$

لنفرض أنه لدينا أصل مالي يتم تداوله في السوق الفوري بـ £1150، مع العلم أنه إذا تم استثمار هذا المبلغ سيحصل على معدل فائدة قدرها 11%، وبذلك يتم احتساب قيمة العقد المستقبلي لشهر واحد كالتالي:

$$F = 1150 \times e^{0.11 \times 1/12} = 1160$$

I. السعر النظري لعقد مستقبلي على الأسهم: العقود المستقبلية على الأسهم يعطي صاحبه الحق والواجب لشراء أو بيع الأسهم، والاختلافات الرئيسية بين هذه العقود والعقود المستقبلية للسلع هي:

- لا توجد تكاليف التخزين في عقد الأسهم.

- وتتميز الأسهم بالأرباح، فهي تعتبر تكلفة سلبية إذا كنت طويلة المخزون وتكون تكلفة إيجابية إذا كانت قصيرة الأجل.

لذلك، فإن قيمة الاستثمار هي تكلفة تمويل شراء الأسهم، ناقص القيمة الحالية للأرباح التي تم الحصول عليها من الأسهم، إذا كان من يتوقع أي توزيعات خلال فترة العقد، لذلك فالتعامل مع العقود المستقبلية للأسهم يجب أن يكون التنبؤ دقيق لأرباح الأسهم.

(1) John Hull, Op. Cit, p p 99 – 101.

(2) **Forward and Futures Prices**, September 11, 2006, p02, sur le site :

www.uic.edu/cuppa/pa/academics/ABFM_database/Lectures/Prices.pdf, le: 18/02/2013, à 14:31

فإذا توقع المستثمر بعدم توزيع الأرباح خلال فترة العقد المستقبلي فإن نموذج التسعير يبقى نفسه وذلك حسب المعادلة (2-5). أما في حالة توقع الأرباح خلال فترة العقود المستقبلية، فالتسعير يشمل خفض تكلفة

القيمة الحالية للأرباح التي تم الحصول عليها من الأسهم. وبذلك فإن الصيغة السابقة رقم (2-5) ستصبح:

$$F = (S - I)e^{rT} \dots\dots\dots(6-2)$$

مع العلم أن (I) هي القيمة الحالية للتوزيعات المحتملة مستقبلاً(1).

II. السعر النظري لعقد مستقبلي لأصل مالي ذات دخل ثابت: وهي الأصول التي تتم دفع عائد دوري

ويتم التعبير عن هذا التدفق بنسبة مئوية من سعر الأصل المالي، لنضع معدل العائد q ستكون صيغة التسعير على الشكل التالي:

$$F = Se^{(r-q)T} \dots\dots\dots(7-2)$$

لنفرض وجود عقد مستقبلي على أصل للتوفير بدخل يقدر بـ 3,96% من سعر الأصل على مدى السنة، مع العلم أن معدل العائد الخالي من المخاطر يقدر بـ 10% وسعر الأصل يعادل 25 أورو، وبذلك فسعر العقد المستقبلي يساوي(2):

$$F = 25 \times e^{(0.1-0.0396)1} = 26,556$$

III. السعر النظري لعقد مستقبلي على مؤشر البورصة: العقود المستقبلية على مؤشر الأسهم يعطي

صاحبه الحق والواجب لشراء أو بيع محفظة من الأسهم الممثلة في المؤشر ، والاختلافات الرئيسية بين هذه العقود والعقود المستقبلية للسلع فهي تتمتع بنفس خصائص الأسهم، فلا توجد تكاليف للتخزين وتتميز بأرباح الأسهم. لذلك، فإن قيمة الاستثمار هي تكلفة تمويل شراء المحفظة من الأسهم، ناقص القيمة الحالية للأرباح التي تم الحصول عليها من الأسهم ، إذا كان من يتوقع أي توزيعات خلال فترة العقد ، لذلك فالتعامل مع العقود المستقبلية للأسهم يجب أن يكون التنبؤ دقيق لأرباح الأسهم . ولكن إذا توقع أن هناك توزيعات للأرباح فقد تكون هذه التوزيعات في شكل عائد أو كسعر من قيمة هذه الأصول.

1. السعر النظري لعقد مستقبلي على مؤشر يتوقع توزيع الربح في شكل عائد (3): ويستند تسعير

العقود المستقبلية لمؤشر على تحمل التكلفة وهي تكلفة تمويل شراء المحفظة التي يقوم عليها المؤشر، ناقص القيمة الحالية للأرباح التي يتوقع الحصول عليها من محفظة الأسهم، ويتضح ذلك في المثال أدناه. لنفرض وجود عقد مستقبلي على مؤشر CAC40 الفرنسي، مع العلم أن معدل الخالي من المخاطر السنوي هو 10%، فما هو سعر العقد المستقبلي لمدة شهرين؟

(1) Derivatives Market (Dealers) Module, Op. Cit, p 23.
 (2) John Hull, Op. Cit, p p 105, 106.
 (3) Derivatives Market (Dealers) Module, Op. Cit, p 24.

- لنفترض أن شركة RENAULT سيتم الإعلان عن توزيع أرباح للسهم الواحد €20 بعد 15 يوما من شراء العقد.
 - القيمة الحالية لمؤشر CAC40 هو €4000. والعقد به 100 وحدة (400000=100x4000).
 - إذا كانت شركة RENAULT لها وزن 7% في المؤشر، فإن قيمتها 28000 (0,07x400000).
 - إذا كان سعر السوق لشركة RENAULT هو €140، وعدد الوحدات المتداولة داخل العقد المستقبلي هي 200 سهم (140/28000).
 - لحساب سعر العقد المستقبلي فنحن بحاجة لخفض قيمة الأرباح المقرر توزيعها من تكلفة شراء المحفظة. وكمية الأرباح المستلمة هي €4000 (20x200)، وتلقي الأرباح بعد 15 يوما فقط وبالتالي فالفترة المتبقية من المدة 45 يوما. لحساب سعر العقود المستقبلية على المؤشر CAC40:
- $$F = 400000 \times e^{(0,1)60/365} - (200 \times 20 \times e^{(0,1)45/365}) = 402580$$

2. السعر النظري لعقد مستقبلي على مؤشر يتوقع توزيع الربح في شكل معدل (1): فعلى افتراض، أن التدفق النقدي موحد على مدار العام وبشكل مستمر بمعدل q ، فسعر العقد المستقبلي F ستكون:

$$F = Se^{(r-q)T} \dots\dots\dots(8-2)$$

لنفرض وجود عقد مستقبلي على مؤشر CAC40 لمدة 3 أشهر، ونفترض أنها تضم على حافضة من أوراق مالية تدفع توزيعات الأرباح من 1% على أساس سنوي، ومبلغ المؤشر 4000 ومعدل خالية من المخاطر هو 6% في هذه الحالة سيكون سعر العقد المستقبلي:

$$F = 4000e^{(0,06-0,01) \times 0,25} = 4050,3$$

IV. السعر النظري لعقد مستقبلي على العملات الأجنبية: عند شراء العملات وتخزينها، فالعملة الواحدة تكسب فائدة نتيجة لذلك، فهي تنمو إلى أكثر من وحدة واحدة مع مرور الوقت، يعني ذلك أنه يجب تعديل صيغة التسعير الأساسية (2-5) لمثل هذه الحالات. ولفهم ذلك لنفرض شراء الجنيه الإسترليني بالدولار.

لنضع (GBP) قيمة العملة الأجنبية وهي الجنيه الإسترليني، وكالعادة، S يدل على السعر الحالي بالدولار الأمريكي (USD) لوحد واحد من الأصل الأساسي، وبذلك S يشير إلى سعر الصرف لـ (GBP) بدلالة (USD). فإذا أخذنا الموقف الطويل في عقد مستقبلي بسعر تسليم F خلال وقت التسليم T سنوات، فسندفع F لشراء £1. ولكن لينظر إليها من اليوم، فتكلفة هذه الإستراتيجية هي القيمة الحالية للدولار (£F). ونفس الشيء مع الجنيه الإسترليني، فتكلفة هذه الإستراتيجية هي القيمة الحالية للجنيه الإسترليني (£1). ولحساب هذه القيمة، يجب أن نستخدم سعر الفائدة على جنيه، وليس على الدولار (2).

(1) John Hull, Op. Cit, p 109.

(2) Rangarajan Sundaram, Sanjiv Das, Derivatives Principles and Practice, (McGraw-Hill Education, New York, 2010), p 67.

لذلك فسنعبر عن معدل الخالي من المخاطر (سعر الفائدة) للدولار USD بـ r ، و المعدل الخالي من المخاطر للجنيه الإسترليني GBP هو r_f ، لذلك فالعلاقة التي تربط بين S و F هي (1):

$$F = Se^{(r-r_f)T} \dots\dots\dots(9-2)$$

والمعادلة (9-2) هي الصيغة الأسعار المستقبلية للعملة F ، فعند شراء الأصول محل العقد، تخليفاً عن دولار، التي لديها تكلفة الفرصة البديلة ممثلة في معدل الفائدة r الدولار، في المقابل استقبلنا الجنيه الإسترليني، والذي يحمل فائدة والمتمثلة في معدل الفائدة على الجنيه r_f . والفرق $r - r_f$ يمثل صافي تكلفة العقد والذي ينعكس في أسعار العقد المستقبلي للعملة (2).

نفترض أن معدل خالية من المخاطر لسنتين في فرنسا (r_f) وفي الولايات المتحدة (r) هي على التوالي: 5% و 3%، وسعر الصرف مقابل الدولار الأمريكي هو (1,1 USD/EUR)، وبتطبيق المعادلة (9-2) نجد (3):

$$F = 1.1e^{(0.03-0.05)2} = 1.057 \dots\dots\dots(10-2)$$

المطلب الثاني: استخدامات العقود المستقبلية

يمكن التمييز بين ثلاث استراتيجيات أساسية للتعامل في العقود المستقبلية وهي : التغطية ضد مركز أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر، والمضاربة التي يمارسها المضاربون على العقود المستقبلية بهدف تحقيق الربح من فروق الأسعار، طالما ليس لهم في الأصل المتعاقد عليه حاجة، والمراجعة التي يمارسها المستثمرون لتحقيق الربح أيضاً من خلال استغلال فروق الأسعار بين سوقين مختلفين.

الفرع الأول: التغطية

العديد من المشاركين في أسواق العقود المستقبلية هم المتحفظون، هدفهم هو استخدام العقود المستقبلية للحد من المخاطر التي يواجهونها. فقد تكون هذه المخاطر مرتبطة بسعر النفط، أو سعر العملة، أو قيمة المؤشر... وتسمى التغطية "تغطية مثالية" إذا كان يمكنها أن تقضي تماماً على المخاطر، ولكن في الواقع يكون من النادر جداً الحصول على هذا النوع من الحماية (4). فعلى الرغم من أهمية التغطية إلا أنه من غير المتوقع أن تسعى إليها كل الأطراف وإلا تعرض الاقتصاد لحالة من الجمود. فالتطوير والتغيير من أجل التنمية لا يمكن له أن يكون ما لم يوجد الاستعداد والقدرة لدى البعض على تحمل المخاطر أكثر

-
- (1) John Hull, Op. Cit, p 111.
 - (2) Rangarajan Sundaram, Sanjiv Das, Op. Cit, p 67.
 - (3) John Hull, Op. Cit, p 111.
 - (4) Ipd, p 43.

من غيرهم. ومن الملاحظ أنه على الرغم من أن التغطية لا تؤدي في كل الأحوال إلى تعظيم الثروة، إلا أنها الملاذ التي تسعى إليه المنشآت لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها (1).

فحين شخص ما يخذ سواء أن كان فردا أو شركة موقفا للتحوط في سوق العقود المستقبلية، فإنه عادة ما يكون للقضاء أو على الأقل الحد بشكل كبير من المخاطر. لنفترض أن الشركة تعرف أنها يمكن أن تخسر 10000€ لكل انخفاض قدره 01% من سعر المواد الخام في الأشهر المقبلة، وللتحوط ضد هذا الاحتمال، قد اتخاذ أمين الصندوق موقفا قصيرا في العقود المستقبلية على هذه المواد الخام. ويجب أن يجري موقفه بحيث أن العقود المستقبلية يربح 10000€ عندما ينخفض السعر بنسبة واحد بالمئة. بطبيعة الحال، إذا كان ارتفاع الأسعار بدلا من ال نزول، ويقابل الربح على المواد الخام من خسارة في العقود المستقبلية (2). وبذلك فالتحوط في السوق المستقبلي يعني أن الربح (الخسارة) في المراكز المستقبلية يقابلها خسارة (ربح) في المراكز النقدية. وبهذا فإن التحوط بالعقود المستقبلية يسمح للمتحوطين بحماية أنفسهم من تقلبات الأسعار والتي تعرف بمخاطر السوق باستخدام المراكز المختلفة والمؤقتة، وبذلك فإن معرفة اتجاهات الأسعار هي مسألة مهمة بالنسبة للمتحوط وذلك لأن السعر المستقبلي في تاريخ التسليم قد يختلف عن السعر الحاضر في الوقت نفسه وعدم معرفة مقدار بينهما قد يؤدي إلى تكبد المستثمر الخسارة أو حصوله على الربح.

فالتحوط ليس عملية أوتوماتيكية وإنما هي عملية تتطلب ببساطة أكثر من القيام باتخاذ مركز فالتحوط يجب أن يتخذ قرارات متى يبرم أو ينهي العملية في وقت مناسب فعند تغير الظروف يستوجب ذلك من المتحوط تعديل استراتيجيات التحوط وأن أول شكل للتحوط يتعلق بمخاطرة الأساس، و الأساس هو واحد من أهم المفاهيم في الأسواق المستقبلية لأنها تساعد في فهم عملية التحوط (3). ويعرف الأساس The Basis عادة بأنه الفرق السعر الفوري للأصل وسعر العقود المستقبلية لذات الأصل:

$$\text{Basis} = \text{Spot price} - \text{Futures price}$$

إذا كانت تغطية الأصول المالية باستخدام العقود المستقبلية لذات الأصل فالأساس يجب أن يكون مساويا لـ "الصفر" في تاريخ استحقاق العقد، ولكن قبل ذلك التاريخ، يمكن أن يكون الأساس إيجابي أو سلبي. ويكون الأساس سلبي إذا كان سعر العقود المستقبلية أكبر من السعر الفوري، وإذا كان الأساس إيجابي يعني هذا أن سعر العقود المستقبلية أقل من السعر النقدي (4).

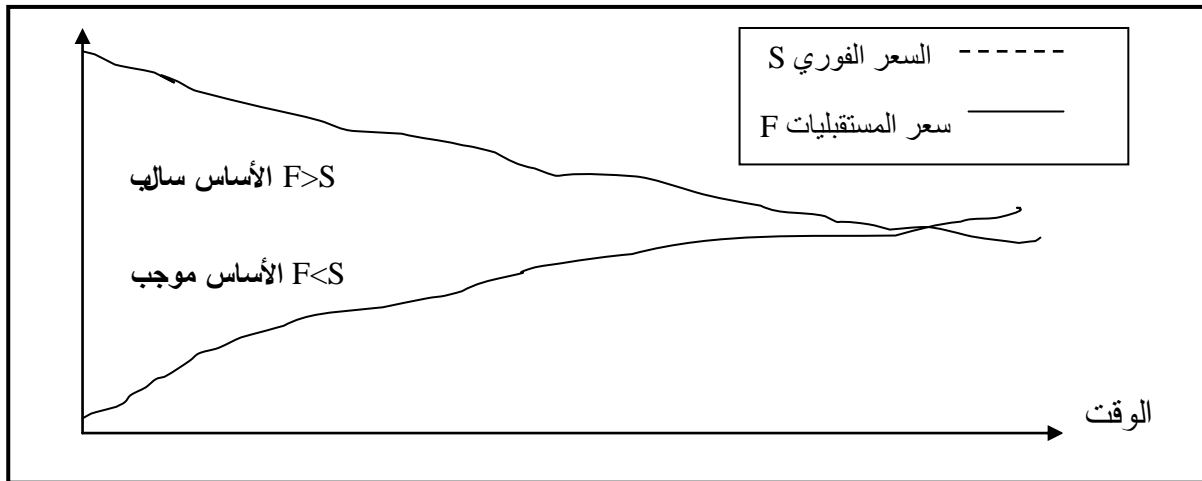
(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات -، مرجع سابق، ص 234.

(2) John Hull, Op. Cit, p 43.

(3) حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 93.

(4) John Hull, Op. Cit, p 49.

الشكل رقم(09): يوضح الانحرافات في قيمة الأساس



Source : Eric Benhamou, **The basis risk**, (Goldman Sachs International, london, FICC), sur le site: www.ericbenhamou.net/documents/Encyclo/Basis%20risk.pdf

ويتقلب الأساس على نحو غير قابل للتنبؤ وليس ثابتاً أثناء فترة التحوط ولذلك فإن مخاطرة الأساس هي مخاطرة التي يواجهها المتحوظون نتيجة للتغيرات غير المتوقعة في الأساس. ورغم أن التغيرات في الأساس سوف تؤثر على مركز المتحوظ فإن التحوط سوف يقلل المخاطرة طالما أن قابلية تغير الأساس أقل منها في سعر الأصل الجاري تغطيته، وعند حلول موعد الاستحقاق يجب أن يتساوى سعر العقود المستقبلية مع السعر الفوري، وينتج عن ذلك أساس صفري (يمكن أن تسبب تكاليف المعاملات فروقا) (1). ومن أجل توضيح أكثر لمخاطر الأساس ليكن لدينا:

S_1 : السعر الفوري في الزمن t_1 .

S_2 : السعر الفوري في الزمن t_2 .

F_1 : السعر المستقبلي في الزمن t_1 .

F_2 : السعر المستقبلي في الزمن t_2 .

b_1 : الأساس في الزمن t_1 .

b_2 : الأساس في الزمن t_2 .

(1) طارق عبد العال، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص 165.

نفرض أنه تم التحوط في الزمن t_1 وإنهاؤها في الزمن t_2 حيث كان السعر الفوري € 2.50، وسعر العقد المستقبلي € 2.20، أما في تاريخ الإنتهاء كان السعر الفوري € 2.00، والسعر المستقبلي € 1.90.

وهذا يعني أن:

$$\begin{aligned} F_1 &= 2.20 & S_1 &= 2.50 \\ F_2 &= 1.90 & S_2 &= 2.00 \end{aligned}$$

وبذلك فالأساس يأخذ القيم التالية:

$$b_2 = 0.10 \quad b_1 = 0.30$$

نلاحظ أن المتحوط اتخذ المركز القصير في عقد مستقبلي في الزمن t_1 لأنه يعرف أنه سيبيع الأصل في الزمن t_2 ، والسعر الفوري الذي سيتحصل عليه في الزمن t_2 يعادل S_2 ، بينما العائد (ربح/خسارة) من العمليات المستقبلية يساوي $F_1 - F_2$ وبالتالي فإن الربح الفعلي الناتج عن هذه العملية يساوي:

$$S_2 + F_1 - F_2 = F_1 + (S_2 - F_2) \dots\dots\dots(11-2)$$

$$S_2 + F_1 - F_2 = F_1 + b_2 \dots\dots\dots(12-2)$$

وبالتالي فإن الربح الفعلي يساوي € 2.30، قيمة F_1 معلومة في الزمن t_1 ، بينما b_2 يمثل مخاطر الأساس. وكثيرا ما يتعرض المتحوط لمخاطر الأساس إذا ما كان الأصل المراد تغطيته يختلف عن الأصل موضع العقد المستقبلي المستخدم للتغطية. وتكون مخاطر الأساس عندئذ أكبر، وبذلك يكون S_2^* سعر الأصل موضع العقد المستقبلي في الوقت t_2 ، وكما حدث من قبل S_2 هي سعر الأصل موضع التحوط في الوقت t_2 وعن طريق التحوط تضمن الشركة أن السعر سوف يدفع (أو يحصل) نظير الأصل هو:

$$S_2 + F_1 - F_2 \dots\dots\dots(13-2)$$

ويمكن كتابتها على الشكل التالي:

$$F_1 + [S_2^* - F_2] + [S_2 - S_2^*] \dots\dots\dots(13-2)$$

ويمثل الحدان $(S_2^* - F_2)$ و $(S_2 - S_2^*)$ مكونا الأساس فالحد $S_2^* - F_2$ هو الأساس الذي سيوجد إذا كان الأصل الجاري حمايته هو نفس الأصل موضع العقد المستقبلي، أما $S_2 - S_2^*$ فهو الأساس الناشئ من الفرق بين الأصلين (1).

أولا: أنواع استراتيجيات التغطية باستخدام العقود المستقبلية

هناك عدة استراتيجيات للتحوط في سوق العقود المستقبلية من بينها ما يلي:

(1) John Hull, Op. Cit, p p 50, 51.

I. إستراتيجية التغطية بمركز قصير (التحوط بالبيع) : وتستخدم للتحوط ضد انخفاض سعر الأدوات المالية أو المحفظة، إذ يقوم المتحوط ببيع عقد مستقبلي (يوافق على القيام بالتسليم) بواسطة إنشاء مركز تحوط قصير فالتحوط هنا يثبت السعر المستقبلي الحاضر مع نقل مخاطرة السعر إلى المشتري في العقد المستقبلي. إذن مالك المخزون في السوق الحاضر يقوم ببيع العقود المستقبلية ويعرف التحوط القصير بأنه: صفقة تقوم على بيع العقود المستقبلية بينما المالك للموجود هو ذو المركز الطويل في السوق الحاضر.

II. إستراتيجية التغطية بمركز طويل (التحوط من خلال الشراء): وتتخذ هذه الإستراتيجية للتحوط ضد ارتفاع سعر الأدوات المالية أو المحفظة من خلال قيام المتحوط باتخاذ مركز طويل بشراء المستقبلات - أي الموافقة على الاستلام في المستقبل - وبذلك يقوم بتثبيت سعر الشراء ويمكن تعريف التحوط الطويل بأنه: صفقة عندما يكون الموجود ليس بحوزة المالك لكنه يشتري العقود المستقبلية لتثبيت السعر الحالي(1).

III. التحوط المتقاطع: ويطلق عليها بالتغطية غير المباشرة تمييزا لها عن التغطية المباشرة، فالتغطية المباشرة تكون من خلال عقد مستقبلي على أصل يماثل الأصل محل التغطية، أما التغطية غير المتقاطعة فهي التغطية باستخدام عقد مستقبلي على أصل يختلف عن الأصل مراد شراؤه أو بيعه. فمدير محفظة الأوراق المالية الذي يرغب في تغطية مركزه على سندات إحدى الشركات، لن يجد سبيل أمامه سوى التغطية باستخدام عقد مستقبلي على سندات حكومية، طالما لا يوجد سبيل أمامه سوى التغطية باستخدام عقد مستقبلي على سندات الشركات. ولنجاح تلك التغطية يشترط أن تكون هناك علاقة ارتباط قوية بين سعر الأصل المبرم عليه العقد، والأصل المملوك أو المراد شراؤه أو بيعه. وهذا لا يمنع أن تكون حركة سعر الأصل المبرم عليه العقد وسعر الأصل محل التغطية يسيران في اتجاه عكسي، فالعبرة هي في وجود ارتباط قوي بين السعرين، بصرف النظر عن اتجاه حركتهما. وهذا الشرط في مجمله يعني أنه يصعب على التغطية المتقاطعة إزالة المخاطر كلياً وإنهما تسهم في انخفاضها فقط.

IV. إستراتيجية تجديد التغطية: وتكون هذه الإستراتيجية ضرورية عندما تكون الفترة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية النشطة، حينئذ تقضي التغطية إبرام عقود مستقبلية بتاريخ استحقاق قصيرة على أن يتم تسويتها قبيل تواريخ التسليم، ثم إحلالها بعقود مستقبلية أخرى تمتد لتواريخ لاحقة، إلى أن يتم بلوغ الفترة المخططة لامتلاك الأصل.

ثانياً: اختيار العقد المستقبلي ونسب التحوط وعدد عقود المستقبلية اللازمة للتحوط الأمثل

(1) حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 96.

I. اختيار العقد المستقبلي : إن أحد العوامل الرئيسية المؤثرة بمخاطرة الأساس هي اختيار العقد المستقبلي المراد استخدامه للتحوط ، وهناك نوعين من هذا الاختيار هما: اختيار الأصل الأساسي محل العقد المستقبلي واختيار شهر التسليم. فإذا كان الأصل المراد تغطيته مماثل للأصل محل العقد المستقبلي، فلن الفوع الأول للاختيار تكون التغطية مباشرة. ولكنه في ظل الظروف الأخرى فنلجأ إلى التغطية غير المباشر، فمن الضروري إجراء تحليل حذر لتحديد أي من العقود المستقبلي المتاحة لها أسعار ترتبط أقوى ارتباطاً بسعر الموجود المراد تحوطه. أما اختيار شهر التسليم فمن المحتمل أن يتأثر بعدة عوامل. والقاعدة العامة هي اختيار العقد ذي شهر التسليم الأقرب لكن ليس السابق لشهر استحقاق المركز في السوق الحاضر. والسبب هو أن الم تحوط ذو المركز الطويل يواجه مخاطرة وجوب استلام الموجود المادي إذا تم الاحتفاظ بالعقد لغاية شهر التسليم. فضلاً عن ذلك فإن مخاطرة الأساس تزداد مع الوقت المتبقي من العقد وحتى تاريخ الإغلاق لمركز الم تحوط (الفرق الزمني بين استحقاق التحوط وبين شهر التسليم). لذلك وجب اختيار شهر التسليم الذي هو أقرب ما يمكن لشهر استحقاق المركز النقدي شريطة أن لا يسبقه بل يأتي بعده. فعلى سبيل المثال بلن أشهر تسليم عقد ما هي مارس و جوان وسبتمبر وديسمبر، فبالنسبة للمراكز النقدية التي تستحق في ديسمبر و جانفي و فيفري فلن عقد مارس هو الأنسب للاختيار، أما المراكز النقدية التي تستحق في مارس و أفريل وماي فلن الاختيار الأنسب هو عقد جانفي وهكذا(1).

II. نسبة التحوط Hedging Ratio و عدد العقود المستقبلية اللازمة للتحوط الأمثل : ويقصد بها عدد العقود المستقبلية اللازمة لتغطية مركزاً ما أخذه أو سيأخذه أحد المتعاملين في السوق الحاضر، والهدف منها هو أن تكون المكاسب أو الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في سوق العقود تساوي أو تكون قريبة من الخسائر أو المكاسب التي تتحقق نتيجة للتعامل في السوق الحاضر. وهناك نوعين من التغطية فالأولى هي "التغطية الساذجة Naive Hedging" والتي يكون فيها عدد الوحدات التي تتضمنها العقود المستقبلية المبرمة تساوي بالتمام عدد الوحدات التي سيتم عليها التعامل في السوق الحاضر، وهي بذلك تساوي الواحد الصحيح. وهذا النوع من التغطية يكون ملائماً عندما يكون الأساس ثابت، بمعنى أن التغير في سعر العقد المستقبلي وسعر الأصل في السوق الحاضر هو بنفس القدر. أما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل في سوق العقود وفي السوق الحاضر مختلفة، مما يخلق مخاطر الأساس التي قد يترتب عليها تعريض المستثمر للخسائر أو تحقيقه للأرباح وبالتالي تكون التغطية الساذجة غير ملائمة ويصبح من الضروري إيجاد سبيل أفضل لتحديد عدد العقود اللازمة لتغطية المراكز التي أخذها أو سيأخذها المستثمر في السوق الحاضر (2)، وهنا نلجأ إلى النوع الثاني من التغطية وهي " نسبة التحوط المثلى " فهي تستند

(1) John Hull, Op. Cit, p 51.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات - ، مرجع سابق، ص ص 269، 270.

لتحليل علاقة الارتباط بين التغيرات لأسعار مكوني محفظة التحوط (السلعة الفورية و العقد المستقبلي) وتحديد نسبة التحوط المثلى التي هي عبارة عن ميل خط الانحدار (البيتا) بين التغيرات في سعر عقد ود المستقبلي المستخدمة في التحوط (وهو المتغير المستقل) وبين التغيرات بسعر السلعة المراد تحويطها (وهي المتغير المعتمد).

وعلى العموم تعرف نسبة التحوط بأنها نسبة حجم المراكز المتخذة في السوق المستقبلية إلى حجم المراكز المتخذة في السوق الحاضرة. ومبدئياً نستخدم الآن نسبة التحوط الساذج ($h^* = 1$)، لكن ليس بالضرورة استخدام تلك النسبة دائماً لتدنية المخاطرة السعرية. ولإيضاح نسبة التغطية المثلى التي تهدف لتدنية التباين، فسوف نستخدم الرموز الآتية(1):

ΔS : التغير في السعر الفوري (S) للسلعة خلال مدة التحوط.

ΔF : التغير في سعر العقود المستقبلية (F) خلال مدة التحوط.

σ_S : الانحراف المعياري لـ(ΔS).

σ_F : الانحراف المعياري لـ(ΔF).

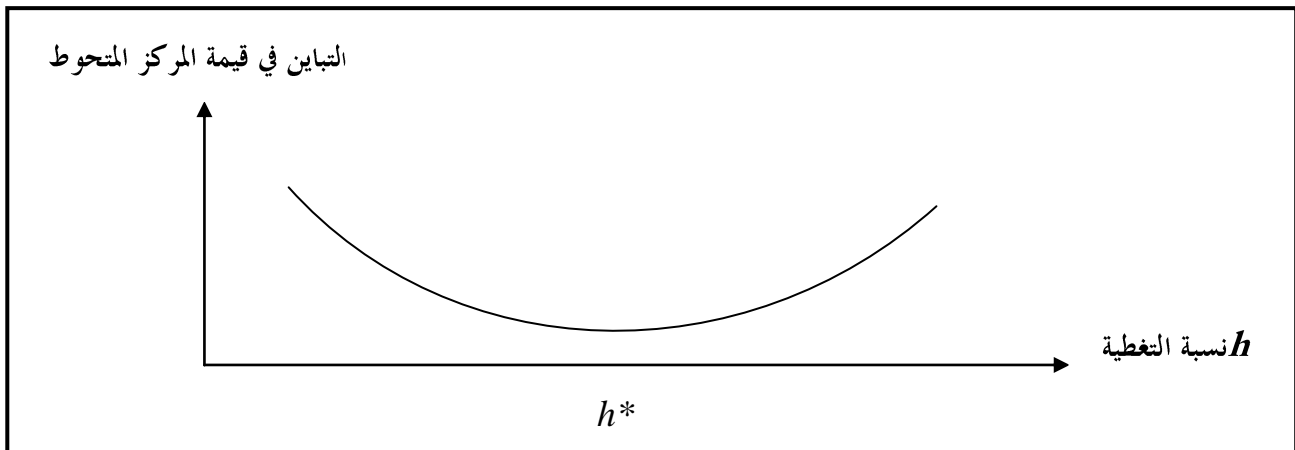
ρ : معامل الارتباط بين (ΔS) و (ΔF).

h^* : نسبة التحوط التي تقلل من خطر مركز المتحوط لحدده الأدنى وتحتسب كالآتي:

$$h^* = \rho(\sigma_S / \sigma_F) \dots\dots\dots(14-2)$$

فنسبة التحوط الأمثل هي حاصل ضرب معامل الارتباط بين (ΔS و (ΔF) بنسبة الانحراف المعياري لـ(ΔS) على الانحراف المعياري لـ (ΔF). ويظهر الشكل رقم (10) كيف أن التطور في قيمة التباين لمركز المتحوط يعتمد على نسبة التحوط المختارة.

الشكل رقم (10): العلاقة بين تباين مركز المتحوط ونسبة التغطية



Source : John Hull, Op. Cit, p 54.

(1) John Hull, Op. Cit, p 53.

إذا كان $(\rho=1)$ و $(\sigma_F = \sigma_S)$ فلن نسبة التحوط المثلى (h^*) تساوي الواحد الصحيح ، وهذا متوقع إذا كان سعر العقود في هذه الحالة يعكس السعر الفوري بشكل كامل. ولكن إذا كان ΔF ضعف ΔS والانحراف المعياري مساوي للواحد فلن $(h^*=0.5)$ ، ويمكن تفسير هذا على أن التغيرات في سعر العقود المستقبلية هي أكبر مرتين من تلك التغيرات في السعر الفوري . وبالنسبة للمعاملات ρ ، σ_F و σ_S في المعادلة رقم (2-14)، فهي تقدر عادة باستخدام البيانات التاريخية لـ ΔS و ΔF (على افتراض أن العلاقة بين التغيرات الماضية تظل مستقرة في المستقبل) . حيث يتم اختيار عدد من المشاهدات بفواصل زمنية غير متداخلة للحصول على قيم (ΔS) و (ΔF) أي أن طول كل فاصل زمني يجب أن يكون نفس طول الفاصل الزمني الذي استخدم لأجله التحوط (1). ويتم قياس فعالية هذا التحوط (e^*) باستخدام المعادلة التالية:

$$e^* = h^{*2}(\sigma_F^2/\sigma_S^2) \dots\dots\dots(15-2)$$

وبذلك يمكننا تعريف فعالية التحوط على أنه الارتباط بين التغير الأخير في السعر الفوري للأصل وسعر العقد المستقبلي. وهي تعتمد على النسبة التي تحققها المعادلة فكلما كانت قريبة من الواحد الصحيح كان دليلاً على أن فعالية التحوط جيدة (2).

أما العدد الأمثل من العقود المستقبلية اللازمة للتحوط يمكن تحديدها باستخدام المعادلة التالية(3):

$$N^*=h^*(N_A/Q_F) \dots\dots\dots(16-2)$$

مع العلم أن N_A : حجم المركز النقدي المراد تحويطه (بالوحدات).

Q_F : حجم عقد المستقبليات الواحد (بالوحدات).

N^* : العدد الأمثل من عقود المستقبليات اللازمة للتحوط.

الفرع الثاني: المضاربة

ويكون غرض المضاربة تحقيق الربح من خلال التحرك في الأسعار المستقبلية فإذا ما توقع المضارب ارتفاع الأسعار فسيأخذ مركزاً طويلاً لتوقعه تحقيق الربح أما إذا كان توقعه انخفاض السعر فإنه سيأخذ مركزاً قصيراً. ويمكن للمضارب الحصول على الأرباح من الارتفاع أو الانخفاض الحاصل في أسعار الفائدة وأسعار السوق، أو مؤشرات أسواق الأسهم فعندما يشعر المضارب انه من المحتمل أن ترتفع أسعار الفائدة أو تنخفض قيمة العملة فسيأخذ مركزاً قصيراً في موجودات مناسبة من خلال بيع عقود مستقبلية(4).

(1) Ipid, p 53.

(2) حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص ص 99، 100.

(3) John Hull, Op. Cit, p 55.

(4) حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص ص 67، 68.

فعلى عكس من يقومون بالتحوط، فالمضاربون يقومون بعمليات بيع أو شراء العقود المستقبلية وتحمل المخاطر الخاصة بالتقلبات السعرية في محاولة لكسب العائد، فبعض المضاربين محترفين يعتمدون على ذلك لكسب رزقهم، أما البعض الآخر فهم هواة. ووجود المضاربين أساسى بالنسبة لحسن عمل سوق العقود المستقبلية حيث أنهم يمتصون أو يستوعبون الطلب أو العرض الزائد المتولد من المتحوظين، كما يساهمون في سيولة السوق ويقللون من قابلية تغير الأسعار بمرور الوقت (1). وهناك ثلاثة أنواع من المضاربين هم: الخطاف Scalper، تاجر اليوم الواحد Day Trader، وكلاهما يأخذ مراكز لبضع ساعات أو يوم واحد على الأكثر، وهناك تاجر المراكز Position Trader الذين عادة ما يأخذ مركز يحتفظ به لفترة قد تمتد لبضع شهور. وبالتالي فهناك أربعة استراتيجيات يتبعها مختلف المضاربين ومن أهمها:

I. إستراتيجية المضاربة النقية: وفي تلك الإستراتيجية يأخذ المضارب فيها المركز الطويل على أمل ارتفاع الأسعار في المستقبل، أو يأخذ مركزاً قصيراً على أمل انخفاض الأسعار لاحقاً. ويتطلب ذلك الهامش والتي هي نسبة صغيرة يستطيع المضارب الاستفادة من حركة أسعار العقود، وهذا ما يسمى بالرفع المالي فهو يقدم للمضارب الفرصة في عائد كبير نسبياً مقارنة بالهامش الضئيل الذي التزم به، كما يمكن للرفع

أيضاً أن يتسبب خسائر كبيرة للمضارب (2).

1. **إستراتيجية المركز الطويل:** يميل المضاربون إلى أخذ مركزاً طويلاً Long position على عقد لأصل ما، فعندما تشير التوقعات إلى حركة صعودية في أسعار العقود على تلك السلعة.
2. **إستراتيجية المركز القصير:** ويقصد بها قيام المضارب ببيع عقد مستقبلي على أصل ما أي أخذ مركز قصير Short position توقعاً لانخفاض سعر العقد المستقبلي. وإذا ما تحققت توقعاته يمكنه حينئذ إقفال مركزه بشراء عقد مماثل.

II. إستراتيجية الهامش لعقود على أصول مختلفة Inter-commodity Spreads: ويقصد بها أخذ مراكز على أصول مختلفة تنسم أسعارها بقدر من الارتباط، أما الأساس في هذه الإستراتيجية هو استغلال فرصة وجود خلل في الفروق السعرية (الهامش) بين تلك العقود (3)، ولتوضيح الفكرة لنفرض وجود سهمين مرتبطين ببعضهما ولكن السهم "أ" يباع بسعر هو 232 دولار في مقابل سعر السهم "ب" 322 دولار، غير أن المضارب يعتقد أن الفرق بين السعرين (الهامش) أكبر مما ينبغي، وأن سعر السهم "ب" مغال فيه. وعليه فإنه لو حدث ارتفاع في الأسعار فسوف يكون معدله أكبر لعقود السهم "أ"، وإذا حدث

(1) طارق عبد العال، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص 166.

(2) ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سابق، ص 325.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات -، مرجع سابق، ص 260.

انخفاض في الأسعار فسوف يكون معدله أكبر للعقود على السهم "ب"، وهنا يمكن أن يقوم المضارب على بيع عقد للسهم "ب" وشراء عقد للسهم "أ"، ثم إقفال مركزه على العقدين بمركزين متضادين وذلك عندما يزول الخلل في الأسعار. ومن أهم هذه الهوامش وأكثر تداول هو هامش TED(*) وهنا يستفيد المضارب التغير في أسعار الفائدة لسندات الخزينة و أسعار الفائدة LIBOR(*) لسندات الأورو دولار على أساس ثلاث أشهر، وذلك من خلال عقدين مستقبليين الأول عقد مستقبلي لسندات الخزينة لمدة ثلاثة أشهر والثاني عقد مستقبلي لسندات الأورو دولار لثلاثة أشهر(1).

III. إستراتيجية الهامش لعقود نفس الأصل بين بورصات مختلفة inter-exchange spread: وفي هذه الإستراتيجية يحاول المضارب الاستفادة من خلال الاختلافات بين عقدين لسلع متماثلة متداولة في البورصات مختلفة الأماكن، فعلى سبيل المثال عقدين الأول عقد شراء القمح في جانفي في مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT)، وعقد بيع القمح في أكتوبر في مجلس مدينة كانساس سيتي التجارة (KCBOT).

IV. إستراتيجية الهامش لعقود بتواريخ مختلفة: تقوم إستراتيجية الهامش لعقود على ذات الأصل ولكن بتواريخ تسليم مختلفة على اعتقاد بأن فروق الأسعار تلك العقود غير مبررة. وهكذا تتركز تلك الإستراتيجية على الحركة النسبية للأسعار بين تلك العقود (2). في سوق العقود المستقبلية الأشهر قريبة التسليم تسمى Nearbys والأشهر بعيدة التسليم تسمى Deferreds ويعمل المضاربون عادة على الاستفادة من الفروقات ذات تواريخ استحقاق مختلفة، فنجد أنه في اللحظة التي يشتري فيها المضارب عقدا مستقبليا يمكن أن يبيع عقدا آخر متوقعا للفروق بين العقدين. فإذا توقع المضارب أن الفرق سيضعف أي أن أسعار الآجال القريبة تفوق أسعار الآجال البعيدة وهو ما يسمى بالفرق الموجب، فإن المضارب يمكن أن يستفيد من بيع عقود الآجال القريبة وشراء عقود الآجال البعيدة. أما إذا توقع المضارب أن الفرق سيقوى أي أن أسعار الآجال القريبة أقل من أسعار الآجال البعيدة وهو ما يسمى بالفرق السالب، فإن المضارب يمكنه الاستفادة من شراء عقود الآجال القريبة وبيع عقود الآجال البعيدة (3). ومن أهم إستراتيجيات لهذا النوع من الهوامش هي:

1. إستراتيجية الهامش NOB (Notes over bonds spread): وهنا يحاول المضارب الاستفادة من الفرق بين عقد مستقبلي لسندات الخزينة متوسط الآجال (بين 2 إلى 10 سنوات) وبين عقد مستقبلي لسندات الخزينة طويلة الأجل (أكثر من 15 سنة)، وتعتمد على التغيرات في الفرق بين أسعار الفائدة المتوسطة الأجل والطويلة الأجل.

(*)TED: تتكون من T وهي اختصار لـ T-bills وهي سندات الخزينة أما ED فهي اختصار لـ Eurodollar.

(*)LIBOR: وهي اختصار لـ London Interbank Offered Rate وهي أسعار الفائدة المتداولة بين بنوك لندن.

(1) investinganswers.com/financial-dictionary/world-markets,le:24/12/2012,à 21: 23

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني - المشتقات -، مرجع سابق، ص 261.

(3) ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سابق، ص 326.

2. إستراتيجية الهامش (Five Against Bond Spread) FAB: وهو مشابه لهامش NOB

ولكنها تكون لعقود مستقبلية لسندات ذات آجال استحقاق مختلفة، وفي هذه الحالة تسعى للاستفادة من الفرق بين سندات الخزينة لمدة 5 سنوات والسندات طويلة الأجل لـ 15 سنة إلى 20 سنة(1).

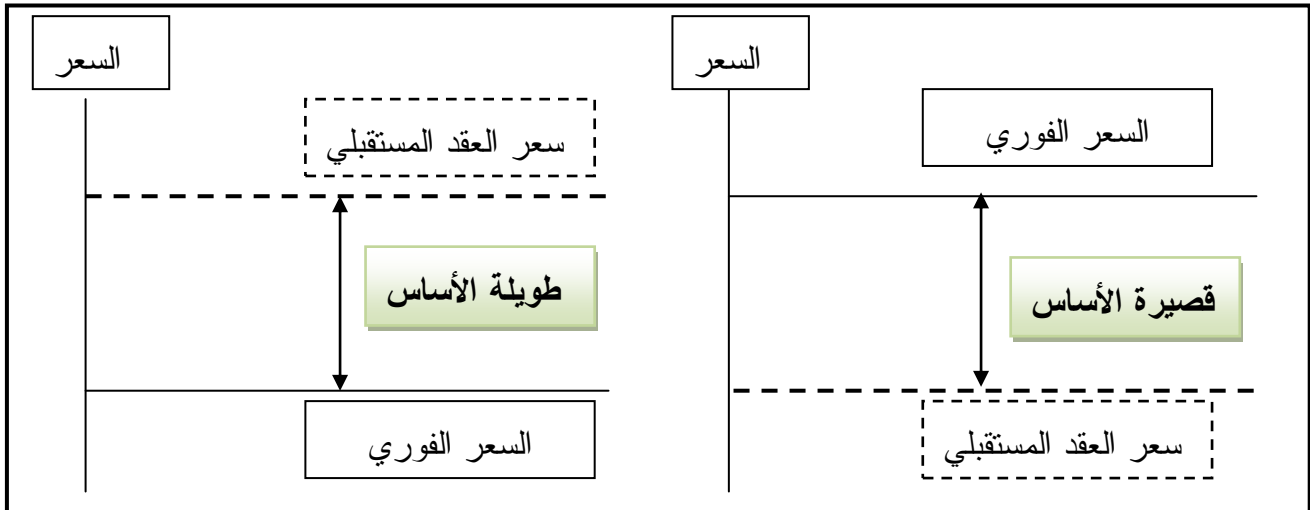
الفرع الثالث: المراجعة

المراجعة هي تقنيات خالية من المخاطر التي ترجع الأرباح دون أي خطر الاتجاه ، فهذا يعني أنه إذا تم تطبيق هذه التقنية بشكل صحيح، ستحقق أرباحاً بغض النظر عن الطريقة التي تتحرك بها الأصول. وهي بذلك محاولة للحصول على ربح من خلال اختلاف السعر بين السوق الفوري والسوق المستقبلي، وتعني الشراء بسعر منخفض وإعادة البيع بسعر مرتفع وذلك بين سوقين مختلفين وهذه العملية تحقق أرباحاً خالية من المخاطرة. وتعتمد على الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي ولكن هذه الأرباح الناتجة عن عمليات المراجعة لا تستمر لأن المراجحين سيغرقون السوق بالتعاملات لتحقيق الأرباح وستؤدي إلى أن تصل الأسعار المستقبلية والحاضرة أو الفورية إلى مستوى التماثل(2).

هناك تقنيتان للتحكيم باستخدام العقود المستقبلية، فكل تقنيات الترويج للعقود المستقبلية تنطوي على

تحقيق الأرباح خالية من المخاطر من خلال فرق السعر بين الأصل وعقودها المستقبلية، والذي يعرف باسم "الأساس The Basis" في تداول العقود المستقبلية . وهاتان التقنيتان هما : طويلة الأساس Long The Basis، قصيرة الأساس Short The Basis.

الشكل رقم (11): تقنيات المراجعة باستخدام العقود المستقبلية



Source : **Futures Arbitrage**, sur le site :

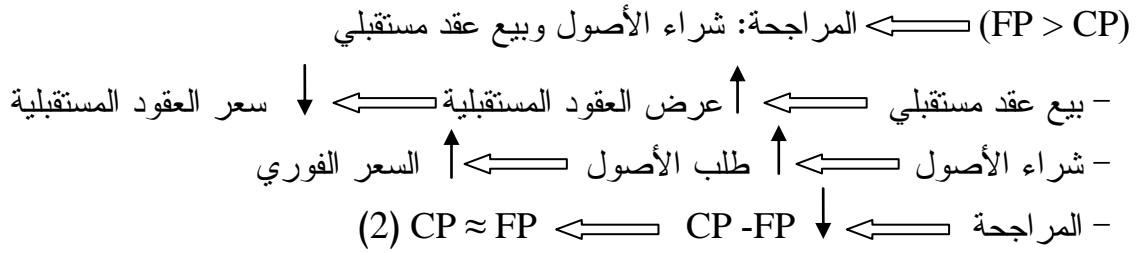
(1) Attain Capital, **Intro To Spread Trading The Common Spreads**, March 30, 2012, sur le site:

managed-futures-blog.attaincapital.com/2012/03/30/intro-to-spread-trading-the-common-spreads/, le: 24/121/2012, à 19: 51

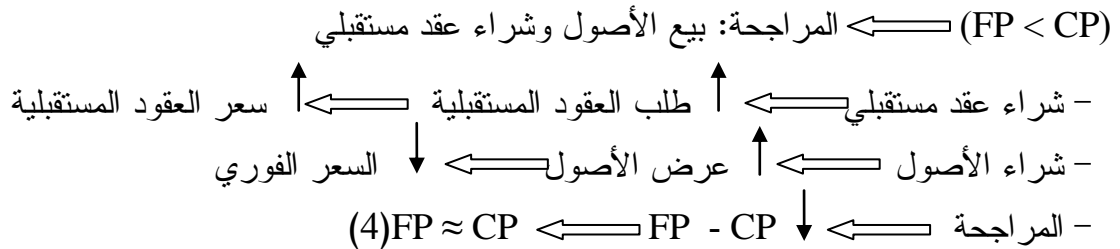
(2) حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 67.

futurestradingpedia.com/futures_arbitrage.htm, le: 06/01/2013, à 22: 17

I. طويلة الأساس Long The Basis: وهي عندما يكون سعر العقود المستقبلية أعلى من السعر الفوري للأصل محل العقد ($FP > CP$)، فيمكنه جني أرباح خالية من المخاطر من خلال فرق السعر عن طريق شراء الأصول الأساسية ثم الدخول كطرف بائع في العقود المستقبلية. وتنتهي المراجعة عندما يتلاقى سعر الأصل الأساسي مع سعر العقود ال مستقبلية، بغض النظر إذا تلاقى السعر الفوري صعودا نحو سعر العقود المستقبلية أو نزول سعر العقود المستقبلية للأسفل نحو السعر الفوري (1).



II. قصيرة الأساس Short The Basis: وهي عندما يكون سعر العقود المستقبلية أقل من السعر الفوري للأصل محل العقد ($FP < CP$)، وبذلك يستطيع جني أرباح خالية من المخاطر من خلال فرق السعر عن طريق بيع الأصول الأساسية ثم الدخول كطرف مشتري في العقود المستقبلية. وتنتهي عملية المراجعة عندما يتلاقى سعر الأصل محل العقد مع سعر العقود المستقبلية ، سواء بصعود سعر العقود المستقبلية أو بنزول السعر الفوري (3).



المطلب الثالث: العقود الآجلة Forward

لقد ظهرت العقود الآجلة منذ زمن طويل وهناك دلائل تاريخية على ظهورها وخاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع مثل: الحبوب، الأرز والخضر... إلا أنها كانت أقل ألفة. ويرى بعض الكتاب الغربيين أن العقود الآجلة شائعة في حياة كل فرد في مختلف الشعوب والبلدان، بما يوحي بأن ما من أحد إلا ويمارس هذه النوعية من العقود الآجلة، وساقوا للتدليل على ذلك بعض

(1) **Futures Arbitrage**, sur le site :

futurestradingpedia.com/futures_arbitrage.htm, le: 06/01/2013, à 22: 17

(2) Franklin R. Edwards, Cindy W. Ma, **Chapter 4: Cash vs. Futures Prices**, p14, sur le site :
www.docstoc.com/docs/86694516/Futures-Prices, le: 06/01/2013, à 21: 33

(3) **Futures Arbitrage**, Op. Cit

(4) Franklin R. Edwards, Cindy W. Ma, Op. Cit, p15

الأمثلة من حياتنا اليومية بعيدا عن الأسواق كعقود الطاقة والحبوب والعملات والمعادن النفيسة كالذهب والفضة والماس فهم يرون أنه من يوقع عقد استئجار شقة عام فإن ذلك يعني موافقة المستأجر على شراء خدمة استعمال الشقة لمدة اثني عشرة شهرا بسعر يجري تحديده مسبقا عند إنشاء العقد، وحينئذ نكون بصدد عقد أجل لشراء خدمة آجلة وبسعر متفق عليه مسبقا(1).

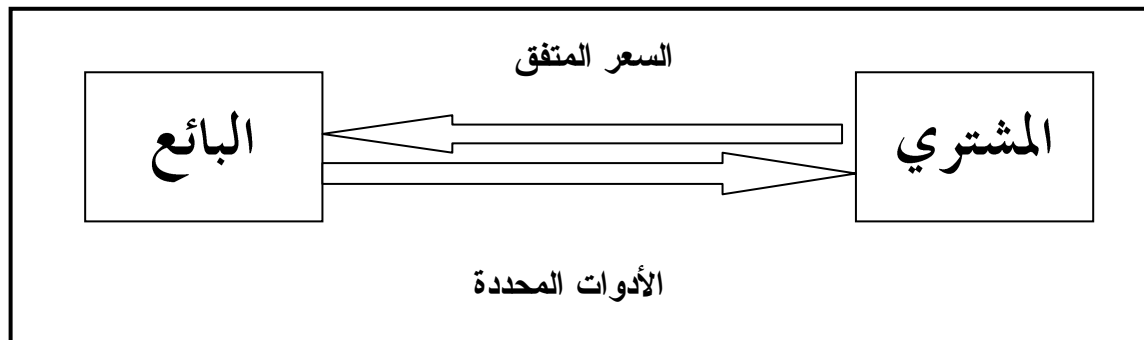
الفرع الأول: تعريف العقود الآجلة وأنواعها

العقود الآجلة إحدى الأدوات المالية المشتقة التي يتم من خلالها شراء أو بيع الأصول المختلفة في تاريخ مستقبلي.

أولاً: تعريف العقود الآجلة

هي اتفاق تعاقدي بين مشتري وبتاع لتبادل أصل معين مقابل نقد في وقت لاحق مستقبلا وبسعر يحدد الآن ويتفق في هذا العقد على مواصفات الأصل من حيث الجودة والتصنيف والنوعية وطريقة ومكان التسليم والسعر ووسيلة السداد ويتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري. ولذلك فإن المشتري يوافق اليوم على شراء أصول معينة في المستقبل، والبائع يوافق على تسليم تلك الموجودات في ذلك التاريخ. وتعتبر العقود المستقبلية هي عقود آجلة موحدة ومنمطة يتم تداولها في البورصة (2). وهي أبسط شكل من أشكال عقود المشتقات فالعقد الآجل هو اتفاق بين طرفين على شراء/بيع كمية محددة من الموجودات في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد بين طرفي العقد الآجل، ويفترض وجود المشتري صاحب المركز الطويل ويوافق على شراء عدد من الأصول الأساسية في تاريخ مستقبلي للحصول على سعر معين، من الطرف الآخر في العقد وهو صاحب المركز القصيرة (البائع) ويوافق على بيع الأصول في نفس التاريخ وبسعر (3). وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة.

الشكل رقم (12): يوضح كيفية التعامل بالعقود الآجلة



(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 205.

(2) Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets, Commission Of The European Communities, Brussels, 03/07/2009, sur le site :

eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0332:le:6/04/2012, à 21:10.

(3) Gaurav Dhingra, Op. Cit , p 978

Source : Gaurav Dhingra, Op. Cit , p 978

ويبدل العقد الآجل أنه وبمجرد إبرام العقد لا يستطيع أي من الطرفين إلغائه، بما ينطوي عليه ذلك من مخاطر عدم القدرة على التسليم، ومخاطر حدوث تغير في سعر السلعة في المستقبل. هذا فضلا على أن هذه العقود قلة ما يستخدمها المضاربون. فالمضاربون لا غرض لهم في السلعة بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة، ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح.(1)

ووفقا للتعريف السابق فإن العقد الآجل يحتتمل نوعين من هذا السعر:

– سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلا، ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقا للعرض والطلب ومدى رؤية كلا منهما للاستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ التنفيذ.

– السعر الآجل: وهو سعر العملة أو الأصل موضع العقد الآجل في المستقبل وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق، ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطا أن يتساوى في تاريخ التنفيذ.

إذا كان سعر السوق (السعر الآجل) أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، بينما يعني هبوط السعر إلى أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد (سعر التسليم) فإن المشتري سوف يخسر بينما يكسب البائع لأن الأصل سوف يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية(2).

لو فرضنا أن K هو سعر التسليم و S_t السعر الفوري عند موعد الاستحقاق، فإن العائد (V_t) المتولد من المركز الطويل في عقد آجل للوحدة الواحدة من الأصل:

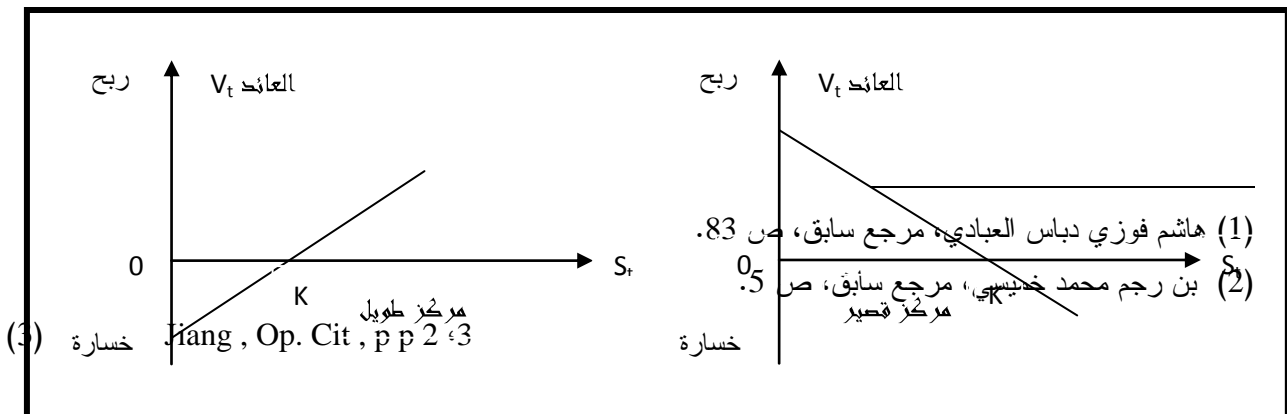
$$S_t - K$$

بينما يكون العائد المتولد للمركز قصير الأجل للوحدة الواحدة من الأصل:

$$K - S_t$$

لذلك يتحمل أن تكون العوائد للطرفين موجبة أو سالبة(3) ويوضح ذلك الشكل الموالي.

الشكل رقم (13): يوضح عوائد للبائع والمشتري في العقد الآجل



Source : Lishang Jiang , Op. Cit , p 3

ولتوضيح الفوائد المترتبة عن العقود الآجلة، لنفترض أن مستثمرا ما أبرم عقدا آجلا في تاريخ ما لشراء سند مستقبلا يتحدد بموجبه نوع السند وقيمته وتاريخه وموقع تنفيذه. فإذا كان سعر وقت التعاقد مساويا لـ 10000 دج وأصبح السعر في نهاية الفترة المقدرة 10200 دج فإن المشتري الأخير سيستلم السند بالمبلغ الأول ويبيعه بالمبلغ الثاني فيربح من وراء ذلك 200 دج بينما في المقابل يخسر البائع، والعكس صحيح.(1)

ثانيا: أنواع العقود الآجلة

هناك نوعين رئيسيين للعقود الآجلة وهما من أهم هذه العقود وهما:

1. العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وهي العقود الآجلة التي تم ربطها بأدوات الدين، وتنطوي على

بيع/شراء مستقبلا صك الدين، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة الصك ويتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت بعدها سعر الفائدة من تاريخ العقد الآجل وحتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة. ولها أبعاد عدة يجب أن يحويه العقد:

- تحدي مواصفات صك الدين الفعلي الذي سيتم تسليمها في تاريخ التنفيذ؛
- كمية من صك الدين؛
- كما يتم تحديد السعر (سعر الفائدة) على صك الديون؛
- التاريخ الذي سيتم تسليم فيه الأداة.

ونستخدم هذه العقود كثيرا للتحوط ولفهم ذلك نفرض أن هناك عقد بيع آجل بين لبنك الوطني الأول First National Bank وشركة التأمين الصخرة الصلبة Rock Solid Insurance Company لهنة واحدة اعتبارا من اليوم بقيمة إسمية 5 ملايين دولار من سندات الخزانة (بها كوبونات بمعدل 6% والتي تستحق في 2023) وبنفس سعر الفائدة على هذه السندات.

ولكن لم اذا يريد البنك الوطني الأول أن يدخل في هذا العقد الآجل مع شركة التأمين الصخرة الصلبة في المقام الأول؟ لنفرض أنك مدير البنك الوطني الأول و أنت تدرك جيدا أنك عرضة لخطر

(1) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 155.

تغيرات معدل الفائدة فلذا ارتفعت أسعار الفائدة في المستقبل، فإن أسعار هذه السندات سوف تنخفض، مما يؤدي إلى خسارة كبيرة في رأس المال الذي قد يكلفك وظيفتك. كيف يمكنك التحوط من هذا الخطر؟ لذلك ترى أنه يمكن تعويض مركزك طويل في هذه السندات بمركز قصير بالعقد الآجل وبنفس القيمة ونتيجة لذلك، فإنك توافق مع طرف آخر الدخول في هذا العقد، وبذلك فقد قمت بالتحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة بنجاح عن طريق تأمين أسعار السندات في المستقبل، وتزليل خطر تغيرات في أسعار الفائدة.

ولم إذا شركة التأمين الصخرة الصلبة ترغب الدخول في عقود آجلة مع البنك الوطني الأول؟ فالشركة التأمين الصخرة الصلبة تتوقع تلقي أفساط بمعدل 6% في غضون عام واحد، ولكنها قلقة من أن أسعار الفائدة على هذه السندات سوف تنخفض بين الآن والعام القادم. وعن طريق استخدام العقد الآجل، فإنها قادرة على تأمين معدل الفائدة 6% على سندات الخزينة التي سيتم بيعها لها من قبل البنك الوطني الأول. (1)

2. العقود الآجلة لأسعار الصرف : وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلاً نظراً للالتزام بسعر تم تحديده مسبقاً (2). وتعتبر سوق العقود الآجلة للعملات من أكثر الأسواق نشاطاً، ويطلق عليها سوق بين البنوك " Interbank Market"، وقد نمى هذا السوق نتيجة لتعويم العملات في أوائل السبعينات وتشمل مئات البنوك حول العالم يمثلون أنفسهم أو عملائهم. ويعتبر هذا السوق كبير جداً خاصة من حيث الصفقات فهي تكون ذات أحجام كبيرة وغير عادية خاصة للمستثمرين الفرديين. (3)

الفرع الثاني: خصائص العقود الآجلة، إيجابياتها وسلبياتها

تتمتع العقود الآجلة بعدة خصائص تميزها عن غيرها من العقود تستمد منها إيجابياتها وكذا أيضاً سلبياتها.

أولاً: خصائص العقود الآجلة

ويمكن تلخيص هذه الخصائص كالتالي:

(1) Frederic Mishkin, Op. Cit , p 310

(2) بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق، ص 6.

(3) Don M. Chance, Robert Brooks, Op. Cit, p 256.

1. تلك العقود عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما ، وعند تاريخ الاستحقاق لا بد من تسويتها عن طريق تسليم الأصول محل العقد.
2. تتداول هذه العقود في الأسواق غير المنظمة (أي خارج البورصات)، كونها عقود شخصية أي تكون مباشرة بين الطرفين ويتم تخصيصها وفقا لاحتياجات الطرفين ، ولذلك فهي تتمتع ببعض المرونة. كما تتمتع أسواق العقود الآجلة بخصوصية عدم تداول تلك العقود، نقص في السيولة ومخاطر الطرف المقابل وهي من السلبيات الرئيسية للعقد الآجل(1).
3. هي عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب وخسائر نتيجة للتغيرات في قيمة المركز المالي المرتبط بتلك العقود، كما تعتبر هذه العقود عقود خطية أي أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق ربح لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماما(2).
4. تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من المخاطر التالية:
 - مخاطر الائتمان.
 - مخاطر العجز عن السداد.
5. تتحقق قيمة العقد الآجل عند انتهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات بداية التعاقد أو خلاله(3).

ثانياً: إيجابيات العقود الآجلة وسلبياتها

ميزة العقود الآجلة هو أنها يمكن أن تكون مرنة قدر الأطراف المعنية، فهي تستخدم للوقاية من تقلبات الأسعار السوقية ولتقليل المخاطر من تذبذب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة . ولأن العقود الآجلة يتم التعامل بها في الأسواق غير الرسمية فقط. فإن أحجام وتواريخ هذه العقود تكون مرنة وغالبا ما تكون قيمها كبيرة ولذلك فإن الأفراد والمشتريين الصغار عادة لا يتعاملون في هذا النوع من العقود. ولا يتطلب التعاقد على البيع أو الشراء وجود هامش قبل التسليم(4).

ومع ذلك، العقود الآجلة تعاني من أهم مشكلتين تحد من فائدتها، فالمشكلة الأولى أنه من الصعب جدا على أي مؤسسة العثور على طرف آخر (ويسمى هذا الطرف المقابل) للتعاقد معه، بالرغم من وجود

(1) Gaurav Dhingra, *An Understanding Of Financial Derivatives*, Op. Cit , p 978.

(2) عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، (دار طيبة، مصر، 2008)، ص113.

(3) محمد محمود داغر، مرجع سابق، ص ص 133، 134.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 84.

الوسطاء لتسهيل المطابقة بين الأطراف لكن قلة ما يجد مؤسسات ترغب في الدخول في العقد الآجل لفترات طويلة أو بحجم معين، لذلك من الصعب إيجاد مؤسسات تريد التعاقد في نوع معين من العقد الآجل. وعلاوة على ذلك فحتى لو وجد الطرف المقابل فإنه قد لا يحصل على مثل السعر الذي يريده، إذ توجد مشكلة خطيرة بالنسبة لسوق العقود الآجلة خاصة في المعاملات المالية مثل التعاقد على أسعار الفائدة، فإلنه سيضطر إلى قبول بسعر غير ملائم ولذلك فهو سوق يعاني من نقص السيولة (والسيولة تشير إلى السهولة التي يمكن أن تحول الموجودات إلى نقد وتشير أيضا إلى سهولة إجراء المعاملات المالية).

والمشكلة الثانية للعقود الآجلة هي أنها تخضع لخطر التخلف عن السداد وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقود الآجلة الوفاء بالتزامه، إذ يصعب التنفيذ في الموعد المحدد، مثل عدم قدرة المشتري تدبير النقد لشراء الأصل في تلك الفترة أو إذا عجز البائع عن التسليم وبذلك لم يعد متاحا لاستكمال شروط العقد الآجل وذلك لعدم وجود ضمان التنظيم خارج العقد، فالملاذ الأخير للطرف الأول هي المحاكمة ولكن هذه العملية ستكون مكلفة ، ولكن بدلا من ذلك سوف تضطر إلى التعاقد بسعر غير ملائم. ووجود خطر التخلف عن السداد في العقود الآجلة يعني أن أطراف هذه العقود يجب أن تتحقق من الطرف المقابل إلى أن تكون على يقين من أن الطرف المقابل هو سليم من الناحية المالية على حد سواء، ولأن هذا النوع من التحقيق مكلف فإن خطر التخلف عن السداد، يشكل عائقا رئيسيا لاستخدام العقود الآجلة.(1)

الفرع الثالث: الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

يمكن تناول أهم الاختلافات في الخصائص ومزايا وسلبيات التعامل بالعقود الآجلة أو العقود المستقبلية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06): المقارنة بين خصائص العقدين الآجل والمستقبلي

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية وتتداول في سوق منظمة هي البورصة.
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد.	تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.
ضمانات تنفيذ الإلتزامات	- نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. - عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليين أو	غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد

(1) Frederic Mishkin, Op. Cit , p311

<p>مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، وكل بائع تكون هي المشتري منه.</p>	<p>مؤسسة مالية وأحد عملاتها. - لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهما.</p>	<p>الواردة في العقد</p>
<p>لا ينتهي العقد بتسليم الفعلي فأغلب حاملي العقد يغلقون مراكزهم قبل الاستحقاق.</p>	<p>يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة.</p>	<p>تسليم الأصل</p>
<p>تتم بتسوية يومية، إذ تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم، ويحدد الفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ إما أن يكون مكسباً فيضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.</p>	<p>تتم تسوية النهائية للعقد الآجل في تاريخ التنفيذ</p>	<p>التسوية المكاسب</p>
<p>يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة</p>	<p>يتم تداول العقود الآجلة في الأسواق غير المنظمة OTC</p>	<p>سوق العقد</p>
<p>- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة بالمقارنة مع العقود الآجلة. - تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة فأى طرف إذا رغب في تصفية موقفه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول.</p>	<p>- مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد. - سهولة الإستخدام.</p>	<p>المزايا</p>
<p>لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة.</p>	<p>- يتعرض أطراف العقد الآجل إلى مخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته. - أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.</p>	<p>العيوب</p>

المصدر:- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبية)، مرجع سابق، ص ص [112، 114].

John Hull, Op. Cit, p 37 -

المبحث الثاني: عقود الخيار Options

نشأت الخيارات المالية كأدوات لإدارة المخاطر، وهي الآن أساس لأدوات استثمارية عديدة، والنظرية الاقتصادية ترى أن الخيارات مكتملة للسوق . وعلى اعتبار عقود أنها تقدم للمتعاملين مزايا اقتصادية، فهي تعد بمثابة تأمين يوفر لمشتريها حماية من مخاطر تقلب أسعار العملات أو الأوراق المالية التي يتعامل فيها، كما أنها لا تحرمه من تحقيق أرباح حينما تصدق توقعاته، وعليه فقد ظهرت هذه العقود كأداة من أدوات السوق المالي اعتباراً من 1973، كوسيلة تحوطية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، والمضاربون لتعظيم أرباحهم ولكن في الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازها حتى الآن، يرى بعض المستثمرين أن الخيارات هي من أكثر الأدوات الاستثمارية غموضاً، وبالتالي يناون بأنفسهم عن التعامل بها(1). وسنحاول خلال هذا المبحث التطرق على عقود الخيارات بالتفصيل.

المطلب الأول: ماهية عقود الخيار

وفيه سنتطرق لأهم المراحل التي مرت بها عقود الخيار من العصر القديم إلى العصر الحديث، وكذا لمفهوم هذا العقد والأركان التي تقوم عليها العقود، ومختلف الخصائص التي تتمتع بها وكذا جميع أنواعها.

الفرع الأول: التطور التاريخي لعقود الخيار وتعريفها

يعتبر عقد الخيار حق لا يقابله التزام، فهو حق لشراء أو لبيع أصل معين وليس إلتزام، تعتبر من أهم التطورات التي ظهرت في الأسواق المالية، وقد تعامل بها الناس قبل ظهور أسواقها المنظمة، إلا أن ظهور أول سوق منظمة لها عام 1973 في شيكاغو جعل التعامل بها أكثر سهولة، وأدى ذلك لنمو حجمها، وأصبحت أسواقها أكثرها نشاطاً.

أولاً. التطور التاريخي لعقود الخيار: يمكن تقسيم مراحل التطور التاريخي لعقود الخيارات بثلاث مراحل: مرحلة التاريخ القديم، مرحلة التاريخ الحديث وأخيراً مرحلة التاريخ المعاصر وهي كما يلي:

المرحلة الأولى. مرحلة التاريخ القديم: ترجع البداية الأولى للتعامل في عقود الخيار إلى دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد) وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي طاليس أحد الحكماء السبعة عند اليونان، فقد تنبأ طاليس بأن بلاده ستشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء

(1) خطاب كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005.

الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً، وهو الأمر الذي ترتب عليه الاستحواذ على السوق (1). كما أن الفينيقيين

والرومانيين تعاملوا بعقود بشروط متشابهة إلى حد كبير لعقود الخيار.

المرحلة الثانية. مرحلة التاريخ الحديث : استعملت الخيارات في القرن السادس عشر في هولندا،

حيث اتصفت تجارة بصيالات شجرة التوليب (التي يستخرج منها ألواح الخشب لصناعة خزانات الملابس..) بالمخاطرة المرتفعة فعندما كان يرسل أحد المزارعين شحنة من هذه الأشجار، فإنه يبرم في ذات الوقت عقد خيار مع مزارع آخر لشراء هذا النوع من الأشجار، بنفس الكمية والسعر (2). وعندما ارتفعت أسعار شجيرات وبصيالات هذه النباتات، ولم تتوقف عن الصعود، الأمر الذي أشعل حمى المضاربة عليها، فأنشئت سوقاً ثانوية نشطة لعقود الخيار الشراء على شجيرات وبصيالات نبات التوليب في هولندا عام 1634. وفي أواخر القرن السابع عشر ومطلع القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات في إنجلترا، إلا إنه بنشوب الحرب، وانهايار شركة South Sea Company لم تعد عقود المشتقات تحظى بالقبول وصارت غير مشروعة واستمر الأمر على هذا النحو قرابة مائة عام.

المرحلة الثالثة. مرحلة التاريخ المعاصر : وبدأت عقود الخيار في الظهور في الولايات المتحدة

الأمريكية قبل القرن الثامن عشر بقليل وبعد عقد اتفاقية شجرة الدُّلب، وكان يطلق على عقود الخيار في ذلك الحين عقود الامتياز حيث تم بموجب هذه الاتفاقية إنشاء بورصة نيويورك . ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "راسيل ساج" المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للخيارات (3). وأصبح التعامل بالخيارات على نطاق واسع أواخر العشرينات من القرن العشرين في أمريكا ومنحصراً فيما بين المتخصصين، وذلك أن الجمهور والمشرعين كانوا ينظرون للخيارات وللسنوات عديدة بأنها أدوات استثمارية غير مؤمنة (خطرة)، ومنذ العشرينات حتى عام 1973 انحصرت تجارة خيارات الأوراق المالية في عدد صغير من شركات الوساطة التي نظمت فيما بعد جمعية متعاملي وسماسرة خيارات، التي كانت وظيفتهم تسهل التعامل بإيجاد كل من طرفي التعاقد والوساطة بينهما للوصول إلى اتفاق على فقرات العقد في الأسواق الموازية مقابل عمولات محددة (4). أما كيفية تنفيذ عملية الوساطة فكانت من خلال إعلان السماسر في الصحف المتخصصة، عن استعداده لإبرام الصفقات، أي استعداده لمساعدة الأطراف (مشتريين ومحررين) على التفاوض والوصول في النهاية إلى اتفاق بشأن تاريخ التنفيذ، سعر التنفيذ، ومقدار المكافأة. بعبارة أخرى إتاحة الأسواق غير المنظمة إمكانية تفصيل العقود على احتياجات طرفيها، وإن كانت نتيجة الاتفاق مرهونة بالقوة التفاوضية للطرفين. غير أن تفصيل العقود بما يلائم ظروف

(1) www.ar.wikipedia.org/wiki, le : 10/ 02 / 2013, à 21 :48

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 154، 155.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص146.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص155.

طرفيها جعلها عقود شخصية، قد لا تناسب غيرهم من المستثمرين، الأمر الذي أصاب تلك العقود بضعف في السيولة، حيث كان من الصعب إعادة بيعها دون التنازل عن جزء - قد يكون كبير - من القيمة التي سبق أن أشتري بها العقد، بل وقد يستحيل أحياناً وجود مشتري العقد (1).

كما أنه بالرغم من أن التعامل في سوق الخيارات كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة إلا أنها لم تجد في البداية إقبالاً بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب أو النقائص في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن نمطية، وكانت غير قابلة للتحويل وكانت تقتضي التسليم الفعلي، وأنها تفتقر إلى الضمان كما كانت تفتقد لصانع السوق (2).

وفي أبريل من عام 1973 أنشئ في مدينة شيكاغو أول سوق منظم للتعامل في عقود الخيارات، أطلق عليها بورصة شيكاغو لتداول الخيارات Chicago Board Options Exchange CBOE، ففي البداية ركزت تعاملها في أسهم 16 شركة، ونتيجة للنجاح الفائق الذي حققته، أصبحت تتعامل في أسهم مئات الشركات (3). وخلال هذه المدة أيضاً تصافرت جهود الباحثين في وضع نظريات الخيارات الحديثة وجوهرها نموذج بلاك وشولز Black and Scholes لتسعير الخيارات، وعلى أثر النجاح الباهر الذي انعكس بعدد العقود المتداولة وكمية التداول، افتتح بعد وقت قصير أربع أسواق في أمريكا تمارس التداول المنظم للخيارات وفي 1978 أفتتح سوق لندن لتداول الخيارات London Trading Option Market والذي أندمج عام 1982 مع سوق لندن لتداول المستقبلات ليصبح سوق لندن الدولي لتبادل المستقبلات المالية London International of Financial Futures. وقد توالى بعدها عمليات افتتاح أسواق الخيارات في عقد التسعينات بسرعة كبيرة غير معهودة فاقت كل التوقعات وذلك في كل من سويسرا، ألمانيا، كندا، أستراليا، فرنسا، الدانمارك، إيرلندا، هولندا، إيطاليا، بلجيكا، نيوزلندا، المكسيك، النرويج، والأرجنتين وغيرها الكثير (4).

ثانياً. تعريف عقود الخيار: عرفها Rainer Brosch بأنها حق وليس التزام لشراء أو لبيع أصل معين، مثل أوراق مالية متداولة في الأسواق المالية، وفقاً لشروط محددة (5).

كما عرف Thomas McCafferty عقد الخيار بأنه عقد ينص ببساطة على شروط يتفق عليها كل من البائع والمشتري، وهي تعطي الحق في فعل شيء أو شراء شيء ما، أو بيع التزام لفعل شيء أو تسليم شيء ما، بسعر متفق عليه مسبقاً في أو قبل تاريخ معين، و الخيار هو عقد على ما يعرف باسم

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات - الجزء الثالث، (منشأة المعارف، مصر، 2007)، ص 56.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 147.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات - الجزء الثالث، مرجع سابق، ص 57.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 155، 156.

(5) Rainer Brosch, Portfolios of Real option, (Springer edition, Berlin, 2008), p 8.

"الكيان الأساسي"، ويمكن أن يكون هذا الكيان : ممتلكات عقارية، أو أدوات مالية، أو عقود مشتقة أخرى(1).

وعرفها Frederic Mishkin بأنها العقود التي تعطي للمشتري الخيار أو الحق، لشراء أو بيع الأصل المالي بسعر محدد، ويسمى بسعر الممارسة، في غضون فترة محددة من الزمن، ويلتزم البائع (كما يسمى بالمحرر) بالخيار لشراء أو بيع أداة مالية للمشتري إذا كان مالك الخيار يمارس حقه في البيع أو الشراء(2).

وعرفت أيضا بأنها عقد يعرض على حق مجرد، يخول صاحبه بيع شيء محدد، أو شراء بسعر معين، طيلة مدة معينة، أو في تاريخ محدد. إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين(3). كما عرفت بأنها عقد يعطي لمشتريه الحق في الشراء أو بيع عدد من الوحدات من أصل معين (أصل مالي أو حقيقي) من طرف آخر يطلق عليه المحرر، بسعر يتفق عليه عند التعاقد، على أن يكون للمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا ما رغب في ذلك، في المقابل مكافأة يدفعها للمحرر، وهي مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد، ولا تعتبر جزء من قيمة الصفقة. فكأن مشتري الخيار هو مشتري لعقد قد يعطيه الحق في شراء أو الحف في بيع أصل معين(4).

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن توضيح مفهوم عقود الخيار من خلال الأمور التالية:

الأمر الأول: عقد الخيار هو عقد على حق مجرد، يخول مشتريه حق بيع أو شراء أصل معلومة منصوص عليها في العقد، فالمعقود عليه هو الاختيار نفسه لا الأصل المنصوص عليها(5).

الأمر الثاني: قيمة عقد الخيار تشتق من الأصل المالي ويكون الخيار هو الحق في شرائها أو بيعها.

الأمر الثالث: عقد الخيار عقد بين طرفين الأول مشتري حق الخيار والطرف الثاني بائع (محرر)

لهذا الحق مقابل سعر لهذا الخيار (مكافأة) متفق عليها(6).

الأمر الرابع: عقد الخيار ملزم لأحد العاقدين، وهو بائع الخيار، وغير ملزم (إختياري) للعاقد الآخر

وهو مشتري الخيار.

الأمر الخامس: يتضمن عقد الخيار عددا من العناصر لا بد من النص عليها في العقد وهي: تاريخ

التعاقد، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، قيمة العلاوة، والأصل(7).

(1) Thomas McCafferty, Options Demystified, (McGRAW-HILL, USA, 2006), p p 1, 2.

(2) Frederic Mishkin, Op. Cit , p311

(3) مبارك بن سليمان آل محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، (دار كنوز اشبيلية، السعودية، 2005)، ص 1005.

(4) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، (منشأة المعارف، مصر، 2004)، ص 367.

(5) مبارك بن سليمان آل محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 1006.

(6) حسين بني الهاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة - (دار الكندي، الأردن، 2002)، ص 172.

(7) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، (الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008)، ص 172.

الفرع الثاني: أركان عقود الخيار وخصائصها

تقوم عقود الخيار على عدد من الأركان يجب أن تتوفر لقيامه، كما تتمتع بعدد كبير من الخصائص التي تميزها عن غيرها من العقود.

أولاً. أركان عقود الخيار: ويتم عقد الخيار إذا توافرت الشروط المتعلقة بالأركان به وهي:

1. مشتري الحق (صاحب المركز الطويل): شخص يقوم بشراء الخيار (بيع/ شراء) وله الحق في ممارسة هذا الخيار أو عدمه، في أي وقت قبل أو في تاريخ التنفيذ، نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني.
2. محرر الحق (البائع) (صاحب المركز القصير): هو الشخص الذي يقوم بالحق لصالح مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها منه.
3. سعر التنفيذ (الممارسة): هو السعر المعلن الذي يمكن شراء به الأصل المالي (في حالة خيار الشراء) أو بيعها (في حالة خيار البيع) من قبل صاحب الخيار عند ممارسة عقد الخيار، على أساسه تتم التسوية بين طرفي العقد في تاريخ التنفيذ. (1)
4. السعر السوقي: هو سعر الأصل المالي في تاريخ تنفيذ أو ممارسة الاتفاق أي خلال فترة تحرير العقد وتاريخ التنفيذ. (2)
5. تاريخ التنفيذ: هو تاريخ انتهاء حق المشتري في الخيار، على أنه قد لا يحق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ، وهو ما اصطلح على تسميته بعقد الخيار الأوروبي، وقد يحق له تنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد إلى التاريخ المحدد للتنفيذ، وهو ما اصطلح على تسميته بعقد الخيار الأمريكي.
6. ثمن الخيار (العلاوة أو المكافأة): وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لمحرره مقابل تمتعه بحق الخيار، والتزام المحرر بالتنفيذ، وهذا الثمن لا يسترد بأي حال من الأحوال، سواء مارس المشتري حقه في الاختيار، وذلك ببيع أو شراء الأصل المالي المنصوص عليه في العقد، أو لم يمارسه. (3)

ثانياً. خصائص عقود الخيار: تتميز عقود الخيار بخصائص كثيرة التي تميزها عن غيرها من الأدوات المشتقة ومن أهم هذه الخصائص هي كالتالي:

1. عقود الخيارات المالية لها قيمة مثل الأوراق المالية الأخرى ممثلة في التدفقات المالية التي تتحقق في المستقبل. ولكن تعتمد قيمة الخيارات المالية على قيمة وتقلب أسعار الأصل المالي المتعاقد عليه الخيار وغالباً ما يكون ورقة مالية أخرى (سندات، الأسهم،...). (1)

(1) **The Equity Options Strategy Guide**, (The Options Industry Council, USA, January 2001), p 4, sur le site : www.optionseducation.org/about_oic.html; le : 10/ 02 / 2013, à 21 : 43

(2) سحنون محمد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سابق، ص 142.

(3) مبارك بن سليمان آل محمد بن سليمان، مرجع سابق، ص ص 1008، 1009.

2. عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن مشتري عقد الخيار يدفع مبلغا خلال مدة العقد ويسمى ثمن الخيار بالعلوة أو المكافأة.
3. عقد الخيار قابل للتداول فيحقق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد.
4. تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقا فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
5. يمكن عقد الخيار صاحبها إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلى قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل. (2)
6. عقود الخيارات عقود محددة تحقق المعرفة الكاملة لمستخدميها سواء لإتمام العقد أو عدم إتمامه.
7. اعتماد الخيار على فكرة الرفع المالي، حيث أن المستثمر في سوق الخيار يمكن أن يحقق نفس الأرباح التي يحققها في السوق الحاضر، ولكن حجم الاستثمار في السوق الحاضر يفوق كثيرا حجم الاستثمار في الخيار، مما يعني ارتفاع معدل العائد على المال المستثمر في سوق الخيار بمراحل تفوق معدل العائد على المال المستثمر في السوق الحاضر، أما في حالة خسائر حامل الخيار فإنها قد تؤدي برأس المال المستثمر في الخيار بالكامل، ومن هنا ينطوي الاستثمار في الخيار على درجة كبيرة من الرفع المالي. (3)

الفرع الثالث. أنواع عقود الخيار:

هناك عدة أنواع من عقود الخيار لكن من أهم هذه الأنواع من العقود هي عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع، حيث تعطي عقود خيار الشراء لحامله الحق في شراء عدد معين من الأصول الأساسية عن طريق دفع سعر تنفيذ محدد، أما خيارات البيع تعطي لحاملها الحق في بيع عدد معين من الأصول الأساسية وقد يكون الأصل الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات الأجنبية، أسعار الفائدة، الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والرهون العقارية ... وعندما يتم تضمين خيار، فيحق لحاملها أن يتداوله مثلها مثل الأصول الأساسية. كما ينقسم عقدا الخيار من حيث تاريخ التنفيذ إلى عقود خيار الأوروبية والأمريكية، ومن حيث التغطية هناك عقود خيار مغطاة وأخرى غير مغطاة (4). والمخطط التالي يوضح مختلف هذه الأنواع.

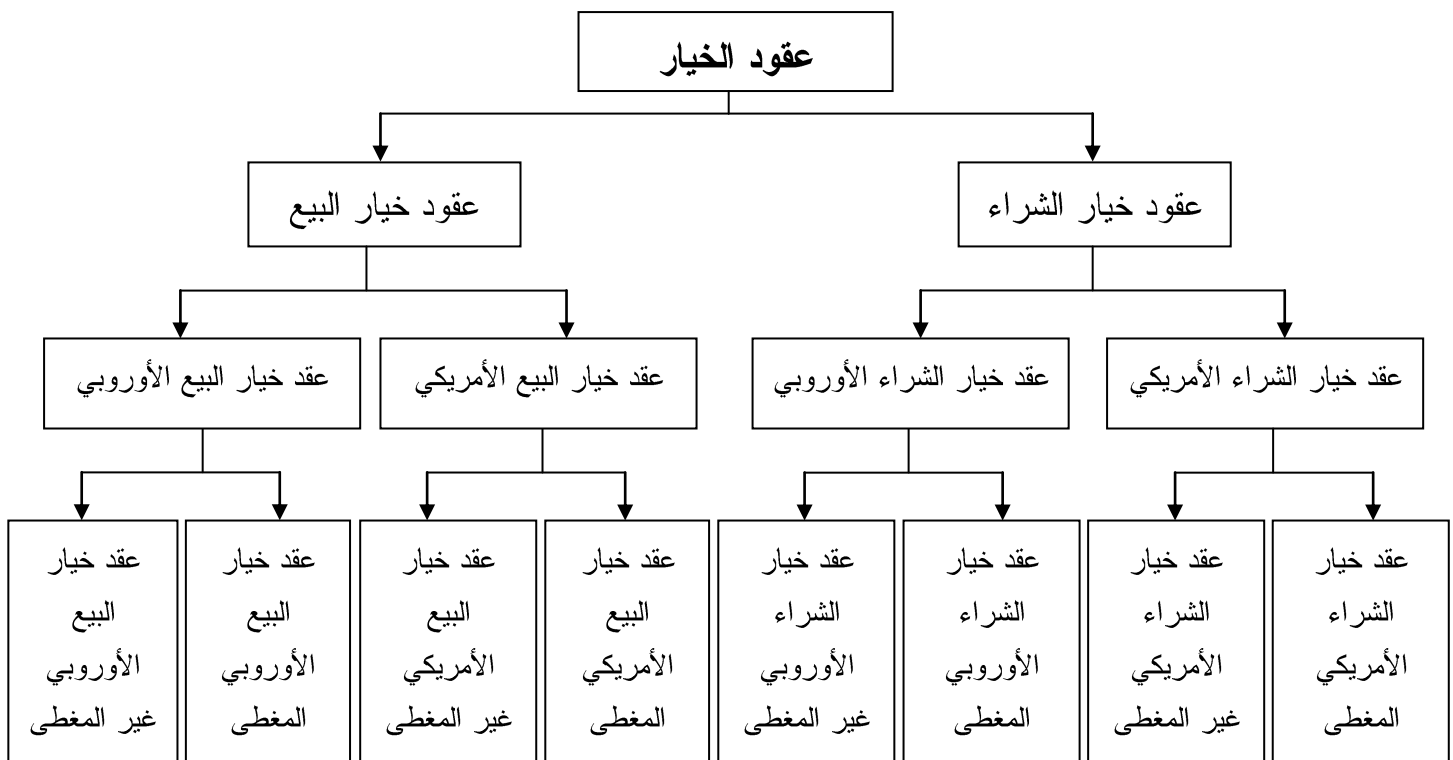
(1) فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص 26.

(2) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات - (الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003)، ص ص [414-416].

(3) عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، (دار طيبة، مصر، 2006)، ص 110.

(4) Yuh-Dauh Lyuu, **Financial Engineering And Computation _Principles, Mathematics, Algorithms_**, (Cambridge University Press, New York USA, 2001), p 75.

الشكل رقم (14): شكل يوضح أنواع عقود الخيار



المصدر: من إعداد الطالبة

أولاً: عقود خيار الشراء

I. تعريف عقود الخيار الشراء: يتيح حق خيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأصل المالي الذي يريد المستثمر شرائها في المستقبل (1)، حيث يخول خيار الشراء حامله الحق وليس الالتزام في شراء الكمية المتفق عليها من الأصل المالي بسعر محدد وقت الاتفاق (سعر التنفيذ) ويتم التسليم في وقت محدد في المستقبل (تاريخ التنفيذ) ويتقاضى الطرف البائع لهذا الخيار علاوة من حامل الخيار عند إبرام العقد (2). ووفقاً لعقد خيار الشراء يقوم المستثمر الذي لديه توقع

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، (الدار الجامعية، مصر، 2004)، ص 318.

(2) موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدولي، (دار الصفاء، الأردن، 2008)، ص 111.

بارتفاع السعر مستقبلا بشراء حق الخيار من محرر حق الخيار، وغالبا ما يكون المحرر لديه توقع بانخفاض السعر (1)، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء ووفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل يكون لصاحب الخيار أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه (2).

ولتوضيح ذلك نفرض مستثمرا يتوقع ارتفاعا للقيمة السوقية لسهم ما، ومن ثم فقد قام بشراء عقد خيار شراء على ذلك السهم (100 سهم) بتاريخ 30 ماي وبسعر تنفيذ \$60 وفي المقابل علاوة قدرها \$3 عن السهم الواحد. ويوضح الجدول التالي قيمة العقد وأرباح كل من المشتري والمحرر في ظل أسعار مفترضة للسهم في تاريخ التنفيذ.

الجدول رقم (07): يوضح أرباح وخسائر للطرفين في عقد خيار الشراء

القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ (\$)	ربح (الخسارة) المشتري	الربح (الخسارة) المحرر
64	1	1-
63	0	0
61	2-	2
60	3-	3
59	3-	3

المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات، مرجع سابق، ص 7.

والآن نفرض أن توقعات المستثمر أي المشتري قد تحققت وارتفعت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ لتصل إلى \$64، حينئذ يكون من حقه أن يطلب تنفيذ العقد، ليحصل من محرر العقد على الأسهم التي يتضمنها العقد، بسعر يعادل سعر التنفيذ أي \$60 للسهم. وطالما أن القيمة السوقية لسهم تبلغ \$64، فلو لم يوجد العقد لاضطر المستثمر شراء السهم من السوق بسعر \$64، غير أنه بفضل وجود العقد يمكنه شراء السهم من المحرر بسعر \$60، مما يوفر عليه \$4، وبدلا من أن يتم دفع القيمة واستلام الأسهم يقوم المحرر بدفع فرق السعر وقدره \$4 لمشتري العقد وتنتهي العملية بالتسوية نقدية. ولما كان المشتري قد

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، (دار الفكر الجامعي، مصر، 2007)، ص 215.

(2) حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، (المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005)، ص 601.

سبق له أن دفع للمحرر مكافأة غير قابلة للرد قدرها \$3، فإن مكاسبه الصافية عن عقد خيار الشراء على سهم واحد هي \$1، وهو ما يمثل في نفس الوقت خسارة صافية للمحرر(1). ويمكن تلخيصها فيما يلي:

السعر السوقي أعلى من سعر التنفيذ بأكثر من قيمة العلاوة ولتكن (\$ 64) ← كبح لمشتري الخيار بمقدار فرق السعر السوقي عن سعر التنفيذ مع العلاوة (\$ 64 - 63 = \$1) ← ينفذ العقد

← الأرباح غير محدودة طالما استمر السعر بالارتفاع.(2)

ويظل العقد قابل للتنفيذ حتى لو كانت القيمة السوقية للسهم \$61، فالفرق بين القيمة السوقية وقيمة التنفيذ موجبة، وتساوي دولار واحد. وحيث أن المشتري قد سبق له دفع العلاوة قوامها \$3، فسوف تتمثل خسائره في دولارين، تذهب لصالح المحرر. أي:

السعر السوقي أعلى من سعر الممارسة بأقل من العلاوة (\$ 61) ← تنحصر خسارة المشتري بمقدار الفرق مع العلاوة (61 - 63) ← ينفذ العقد لأن الخسارة محدودة بالفرق.

أما الآن عندما يكون سعر السهم في السوق يساوي سعر التنفيذ (\$60) مضافا إليه قيمة المكافأة (\$3)، أي عندما يكون سعر السهم في السوق \$63. فعند ذلك السعر لا يحقق طرفي العقد ربحا كما لن يتعرض للخسارة. إذن:

سعر السوق أعلى من سعر الممارسة بسعر العلاوة (\$63) ← ينفذ الخيار ← لا خسارة ولا ربح.

أما لو كانت القيمة السوقية للسهم مساوية لسعر التنفيذ فله خيار التنفيذ أو لا فالخسارة ستكون واحدة أما أقل من سعر التنفيذ فلن ينفذ العقد ويخسر المشتري قيمة العلاوة لصالح المحرر، وذلك عندما كانت القيمة السوقية للسهم أقل \$60. فعند قيمة \$59 لن يكون هناك للعقد قيمة، ولن يكون من صالح المشتري تنفيذ العقد. فلماذا ينفذ ويشتري السهم من المحرر بسعر التنفيذ أي \$60، طالما في إمكانه شراؤه من السوق

بسعر \$59، خاصة وأنه يدرك أن العلاوة قد ضاعت عليه سوا نفذ العقد أو لم ينفذه(3). ومنه:

السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ (\$ 59) ← لا ينفذ الخيار ← تنحصر خسارة المشتري بمقدار العلاوة المدفوعة ← خسارة محدودة مهما انخفض السعر السوقي.

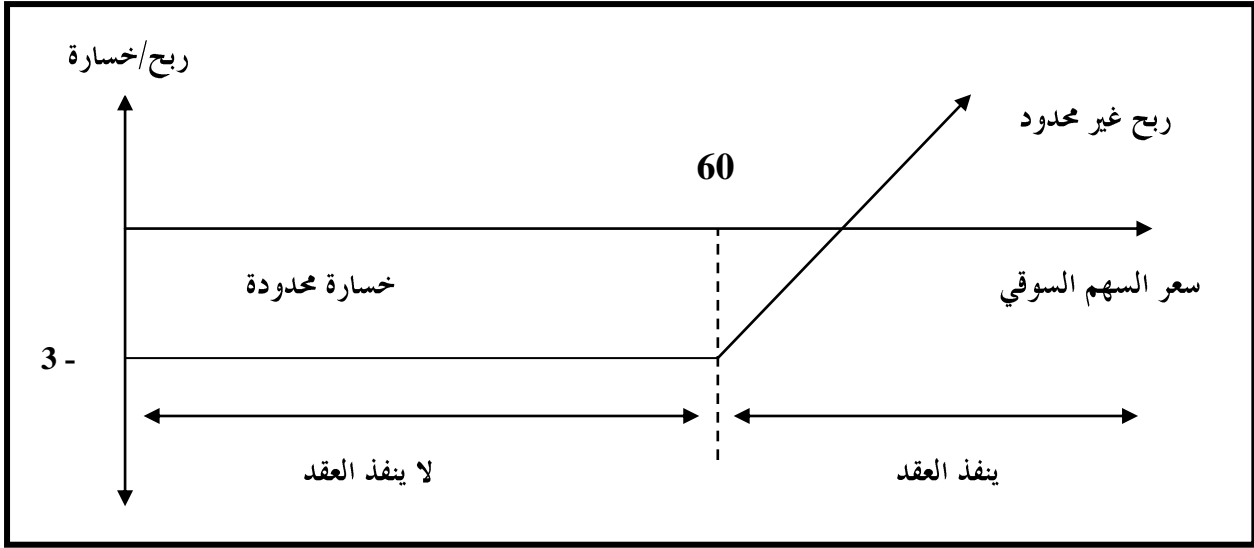
السعر السوقي يساوي سعر التنفيذ (\$60) ← ينفذ الخيار أو لا ينفذ لأنه في كلتا الحالتين تنحصر الخسارة في قيمة العلاوة (1). والمنحنيات البيانية التالية توضح جميع الحالات السابقة

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات-، مرجع سابق، ص 6 ص 8.

(2) محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 129.

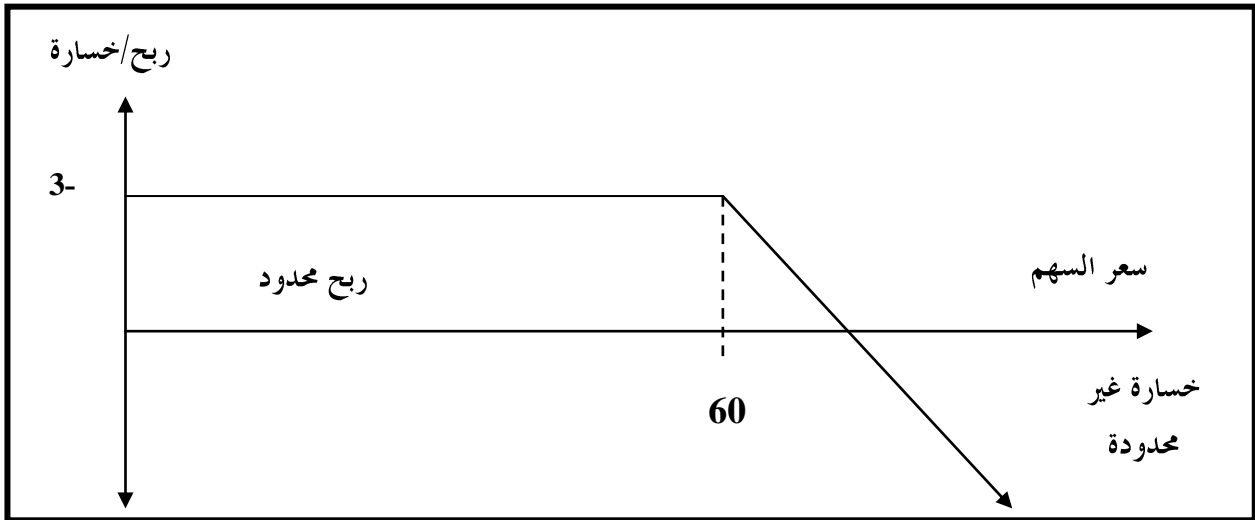
(3) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات-، مرجع سابق، ص 9.

الشكل رقم (15): منحنى يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار الشراء



المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات-، مرجع سابق ، ص 10

الشكل رقم (16): منحنى يوضح أرباح وخسائر محرر عقد خيار الشراء



المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات-، مرجع سابق ، ص 10

II. أنواع عقود خيار الشراء: وتنقسم عقود خيار الشراء إلى أنواع ومن أهمها حسب الفرعين التاليين:

1. على أساس تاريخ تنفيذ العقد: وهناك نوعين وهما:

- أ. عقود خيار الشراء الأمريكية: وهو الحق في خيار الشراء غير أن هذا الحق يمكن ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ التنفيذ.

(1) محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 129.

ب. عقود خيار الشراء الأوروبية: وهو حق في تنفيذ خيار الشراء ويتم ممارسته فقط في الموعد المحدد لانتهاء العقد (1). لذا ضمن المعتقد أن تكون قيمة حق الخيار الأمريكي أعلى من قيمة حق الخيار الأوروبي وذلك لتمييزه بخاصية المرونة.

ولإبراز ميزة المرونة عقد الخيار الأمريكي في شأن تاريخ التنفيذ، لنفرض عقد خيار الشراء أسهم وقيمة الشراء السهم الواحد هو \$60 في تاريخ التنفيذ 26 نوفمبر في مقابل مكافأة قدرها \$4 للسهم الواحد، وقبيل تاريخ التنفيذ قررت الجمعية العمومية للشركة مصدره السهم محل الخيار، إجراء توزيعات نقدية قدرها \$8 لمن كان اسمه مقيد في سجلات الشركة في 15 نوفمبر، وهو ما يطلق عليه يوم السجل، والآن لو أن القيمة السوقية للسهم قد بلغت \$66 قبيل تاريخ التنفيذ، وكان الخيار أوروبي، فلن نتاح له فرصة التنفيذ ذلك أن سعر السهم بعد تاريخ السجل سينخفض بقيمة التوزيعات، ليصبح \$58، وهو ما يعني خسارة المشتري لقيمة المكافأة وهي \$4. أما لو كان الخيار أمريكي، حينئذ يستطيع حامله أن يختار بديل من اثنين:

البديل الأول: هو تنفيذ العقد أي شراء السهم من المحرر بسعر التنفيذ \$60، وذلك قبل حلول تاريخ السجل، وطالما أصبح المستثمر مالكا للسهم، فيمكنه الحصول على التدفقات المقررة، كما يمكنه بيع السهم في 16 نوفمبر بسعر \$58 بحصيلة كلية قدرها \$66 يطرح منها تدفقات نقدية خارجة ممثلة في سعر التنفيذ الذي اشترى به السهم من محرر العقد إضافة إلى قيمة المكافأة ($60 + 4 = 64$)، لينتهي الأمر بمكاسب صافية قدرها دولارين عن السهم الواحد.

البديل الثاني: هو تسوية العقد نقديا قبيل تاريخ السجل، والحصول على \$6، التي تمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ، ولكن سبق وأن دفع المشتري \$4 مكافأة عن كل سهم، فان صافي المكاسب يصبح أيضا دولارين. وهكذا تظهر ميزة المرونة التي يتسم بها عقد الخيار الشراء الأمريكي. (2)

2. على أساس التغطية: وتنقسم حسب هذا الأساس إلى نوعين وهما:

أ. عقود خيار الشراء المغطاة: ويكون العقد مغطى عندما يكون لدى البائع رصيذا من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد. (3)

ب. عقود خيار الشراء غير المغطاة (4): وهو حق خيار الشراء الذي لا يكون للبائع مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

(1) Frederic Mishkin, Op. Cit, p320.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر - عقود الخيارات-، مرجع سابق، ص ص 42، 43.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 191.

(4) سحنون محمد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سابق، ص 148.

ثانياً: عقود خيار البيع

I. تعريف عقود خيار البيع: يتيح حق خيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها (1). فهو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الثاني (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، ومقابل ذلك يحصل المحرر على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلو أو سعر الخيار وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلو للحصول على الحق في الاختيار، كما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد (2). أما إذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى (3). ويلاحظ أن مشتري عقد الخيار البيع يتوقع أن تنخفض أسعار الأصل المالي في المستقبل، بينما يتوقع محرر حق الخيار البيع أن أسعار هذا الأصل سوف ترتفع في المستقبل.

فلنفرض قيام مستثمر بشراء عدداً من الأسهم بسعر 100€، حيث تشير التوقعات إلى أنه قد اضطر إلى بيع تلك الأسهم في أول شهر ماي القادم، كما تشير تلك التوقعات إلى احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية (الأسهم) في شهر ماي، ولتجنب هذه المخاطر قام المستثمر بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لشراء هذه الأسهم في شهر ماي وذلك بالسعر السائد في السوق. ووفقاً للنصوص الاتفاقية ينبغي على المستثمر أن يدفع 7€ كمكافأة للطرف الآخر عن كل سهم (4). والجدول التالي يوضح مستويات الأسعار

الجدول رقم (08): يوضح مستويات السعر السوقي السهم الواحد وأرباح وخسائر الطرفين

القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ (€)	ربح (الخسارة) المشتري	الربح (الخسارة) المحرر
90	3	-3
93	0	0
94	-1	1
100	-7	7
120	-7	7

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 337.

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، ص 332.

(2) طارق عبد العال، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص 44.

(3) حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 601.

(4) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 332.

1. إذا انخفض سعر السهم في يوم أول ماي إلى €90: يلاحظ أن سعر السهم قد انخفض وبالتالي قرار (توقعات) المستثمر قد صدقت، إذن فربح أو خسارة مشتري عقد خيار البيع (البائع) هي: $10 - 7 = 3$ ، وبناء على ذلك فإن قرار المستثمر هو تنفيذ الاتفاق (حقوق ربح قدره €3) أما قرار محرر عقد الخيار فيتوقف حسب تصرف المشتري، وفي هذه الحالة يمكن حساب مكسب أو خسارة المحرر كما يلي:

$$\text{الربح/الخسارة} = (\text{سعر السوق} + \text{المكافأة}) - \text{سعر التنفيذ}$$

$$= (90 + 7) - 100 = -3 \text{ €}$$

إذا فخسائر المحرر تصل إلى €3 وهي تعادل تمام أرباح مشتري العقد. ويمكننا تلخيصها كالتالي: السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ بأكثر من قيمة العلاوة (€90) \leftarrow ينفذ العقد \leftarrow ربح لمشتري الخيار (€3) \leftarrow الأرباح غير مرتبط باستمرار الانخفاض.

2. إذا انخفض سعر السهم في يوم أول ماي إلى €93: أما هنا نلاحظ انخفاض سعر السهم وذلك حسب توقعات المستثمر وبالتالي تكون أرباح أو خسائر مشتري عقد خيار البيع $7 - 7 = 0$ ، هذا يعني أن المستثمر لا يحقق لا ربح ولا يتحمل خسارة وبالتالي يستطيع تنفيذ الخيار أو لا ينفذه. أما أرباح وخسائر بائع عقد الخيار هي كالتالي:

$$\text{الربح/الخسارة} = (93 + 7) - 100 = 0$$

وهنا بائع عقد الخيار لا يحقق الربح ولا يلحق به أية خسارة.

سعر السوق أقل من سعر الممارسة بسعر العلاوة (€93) \leftarrow ينفذ الخيار أو لا \leftarrow لا خسارة ولا ربح.

3. إذا ارتفع سعر السهم في يوم أول ماي إلى €120: أما هنا نلاحظ ارتفاع سعر السهم وبالتالي لم تصدق توقعات المستثمر وعليه هنا عدم تنفيذ العقد ومنه فربح أو خسارة المشتري هي: $7 - 7 = 0$ € ويحقق المستثمر في هذه الحالة خسارة تصل إلى €7 وتتمثل في قيمة المكافأة التي دفعها للمحرر. طالما أن المستثمر لن ينفذ الاتفاق فواقع الحال أن المحرر أيضا لن ينفذ الاتفاق، وتتمثل الأرباح التي يحصل عليها المحرر في هذه الحالة في مقدار المكافأة وهي €7 عن كل سهم ويمكن حسابه كالتالي:

$$\text{الربح/الخسارة} = (120 + 7) - 100 = 27 \text{ €}$$

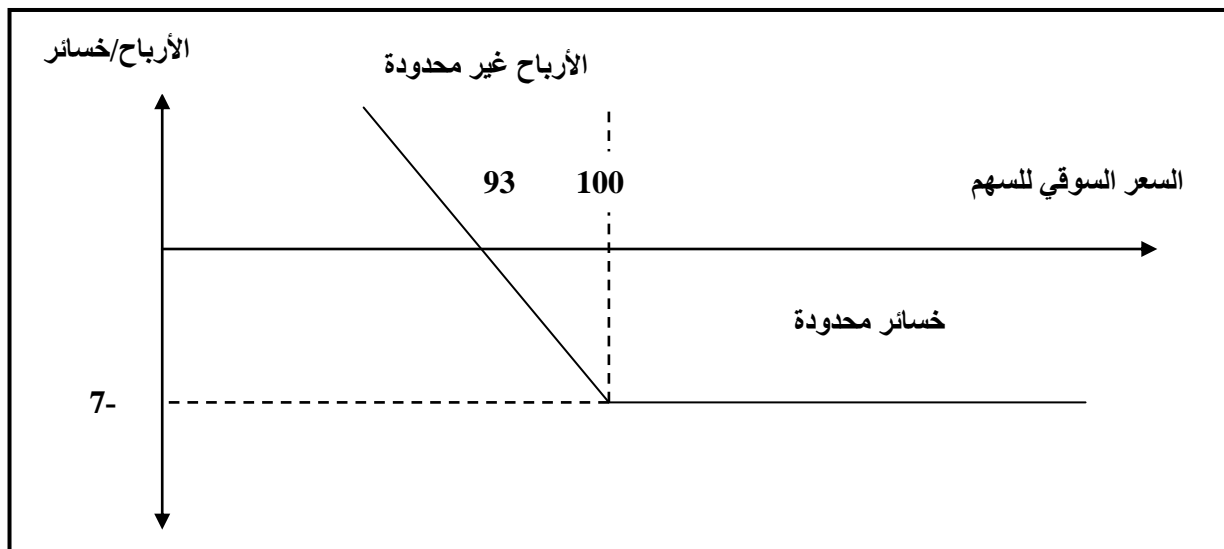
وهنا أيضا نلاحظ أن خسائر مشتري العقد هي نفسها أرباح محرر العقد. إذن:

السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ (€120) \leftarrow لا ينفذ الخيار \leftarrow تنحصر خسارة المشتري بمقدار العلاوة المدفوعة \leftarrow خسارة محدودة مهما ارتفع السعر السوقي.

4. إذا انخفض سعر السهم في يوم أول ماي إلى 94 €: إذن فربح أو خسارة مشتري عقد خيار البيع هي: $[6 - 7 = 1 - €]$. إذا تقدر خسائر المشتري 1 € وبالتالي عليه التنفيذ لأن الخسارة هنا تكون محدودة فقط بـ 1 €. أما مشتري عقد خيار البيع يحقق ربح يقدر بـ: $[€ 1 = 100 - (7 + 94)]$ السعر السوقي أقل من سعر الممارسة بأقل من العلاوة (94 €) ← تتحصر خسارة المشتري بمقدار الفرق مع العلاوة (94-93 = 1-€) ← ينفذ العقد فالخسارة محدودة بالفرق (أقل من قيمة العلاوة).

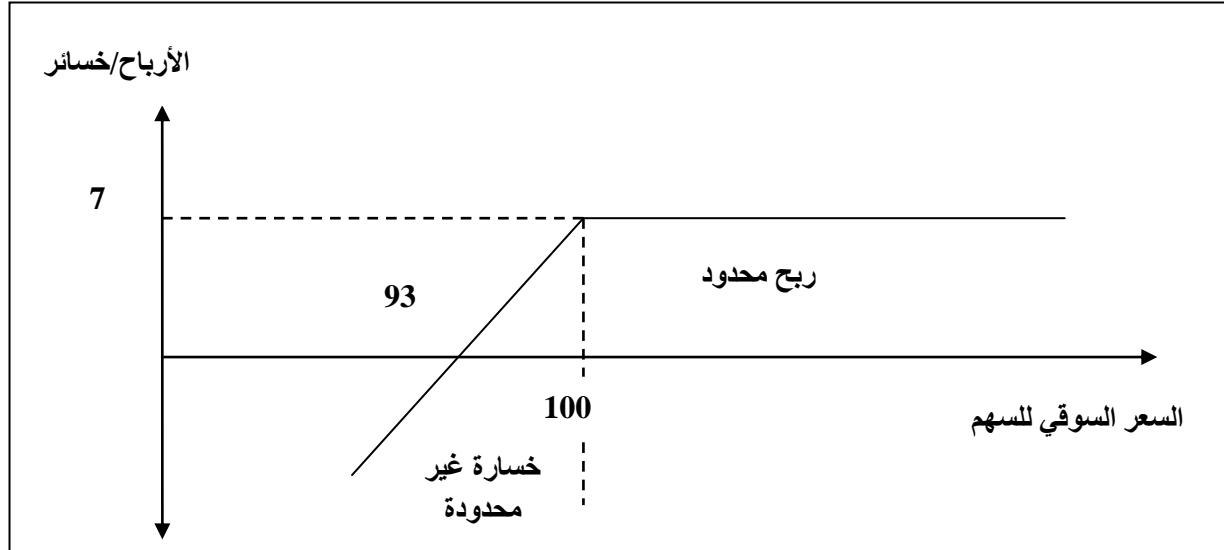
5. أما إذا لم يتغير سعر السهم في 1 ماي أي 100 €: نلاحظ هنا عدم تغير في سعر السهم وبقي 100 € في تاريخ التنفيذ لذلك ستكون أرباح أو خسائر مشتري عقد خيار البيع هي: $[€ 7 - = 7 - 0]$. وهنا تكون الخسارة مساوية لقيمة العلاوة لذلك يكون نفس الخسارة إذا نفذ العقد أو لم ينفذ. أما أرباح وخسائر بائع عقد الخيار هي كالتالي:
الربح/الخسارة = $(7 + 100) - 100 = 7 €$
إذن السعر السوقي يساوي سعر التنفيذ (100 €) ← ينفذ الخيار أو لا ينفذ لأنه في كلتا الحالتين تتحصر الخسارة في قيمة العلاوة.

الشكل رقم (17): منحني يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار البيع



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات المثال

الشكل رقم (18): منحني يوضح أرباح وخسائر محرر عقد خيار البيع



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات المثال

II. أنواع عقود خيار البيع:

وتنقسم عقود خيار البيع إلى عدة أنواع ومن أهمها حسب الفرعين التاليين:

1. على أساس تاريخ تنفيذ العقد: وهناك نوعين وهما (1):

أ. عقود خيار البيع الأمريكية: وهو الحق في خيار البيع إلا أن هذا الحق يمكن ممارسته وتنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من قيام العقد وحتى تاريخ انتهائه.

ب. عقود خيار البيع الأوروبية: وهو يتيح لحامله الحق بتنفيذه في تاريخ محدد وهو تاريخ التنفيذ.

2. على أساس التغطية: وتنقسم حسب هذا الأساس إلى نوعين وهما:

أ. عقود خيار البيع المغطاة: ويوصف بأن العقد مغطى إذا كان لدى بائع الخيار (المحرر) السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب بتنفيذ العقد. (2)

ب. عقود خيار البيع غير المغطاة: وهو حق خيار البيع الذي لا يملك فيه محرر العقد الأموال المقابلة لقيمة تنفيذ العقد أي قيمة العقد محل التعاقد. (3)

(1) Yuh-Dauh Lyuu, Op. Cit, p 75.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 191.

(3) طارق عبد العال، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة الخاطر - المحاسبية، مرجع سابق، ص 50 .

المطلب الثاني: تسعير عقود الخيار

العقبة الرئيسية لتكوين نموذج لتسعير الخيارات أنها تعتمد على التوزيع الاحتمالي لسعر الأصل محل العقد ومعدل الفائدة الخالي من المخاطر المستخدم لخصم مكافأة للخيار. وبعد عدة محاولات لحل هذه المشكلة جاء الانفراج في عام 1973 على يد بلاك و شولز مع مساعدة من ميرتون، وذلك بإيجاد نموذج لتسعير الخيارات وهو واحد من جواهر النظرية المالية، وفي عام 1997 حصل ميرتون و شولز على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية لعملهم في تقييم خيارات الأسهم. ومن جهة أخرى هناك نموذج ذي الحدين وهو أقدم من نموذج بلاك - شولز وأبسط بكثير من حيث افتراضاته واستخداماته للرياضيات غير المعقدة إلا أنه يتطلب جهداً ووقتاً أكبر. لذلك ستكون المهمة الرئيسية لها المطلب معرفة أهم صيغ تسعير عقود الخيار، بموجب نموذجي الثنائي الحدين ونموذج Black-Scholes.

الفرع الأول: تقييم عقود الخيار والعوامل المؤثرة على سعرها

نبحث في هذا الجزء في محددات قيمة الخيار، وأهم العوامل التي تؤثر على سعرها.

أولاً. تقييم عقود الخيار: هناك مصطلحات خاصة تستخدم لوصف العلاقة بين سعر ممارسة الحق والسعر السوقي، فإذا تجاوز الأصل المالي VS سعر ممارسة E خيار شراء يقال أن الشراء مربح ويكون له قيمة قابلة للممارسة فوراً، وإذا كان سعر الأصل المالي أقل من سعر التنفيذ سيقال عن الخيار أنه لا يدر نفود أو غير مربح وأخيراً فإن هناك خيارات شراء قريبة من الربح وهي التي تكون أسعار ممارستها أعلى قليلاً من السعر السوقي الجاري، على حين أن خيارات الشراء متعادلة هي التي تكون أسعار ممارستها مساوية لسعر الأصل. وتتنطبق نفس هذه التعريفات على خيارات البيع ولكن بالعكس. ومختصر القول أن:

إذا كان $VS < E$ يكون خيار الشراء نربح أو مدر للنقود وخيار البيع غير مربح

إذا كان $VS > E$ يكون خيار الشراء غير مربح وخيار البيع مربح

إذا كان $VS = E$ يكون خيار الشراء/ البيع متعادل

I. القيمة الذاتية والقيمة الزمنية: تختلف القيمة الحقيقية أو الذاتية لعقد الخيار عن قيمته

السوقية، ويمكن توضيح الفرق بينهما من خلال تعريفهما.

1. القيمة الذاتية: هي قيمة عقد الخيار التي تباع بها في السوق، فإن القيمة الحقيقية أو الذاتية هي قيمة العقد لو أنه قد تم تنفيذه في هذه اللحظة (1). فتعرف القيمة الذاتية لحق الخيار على أساس الفرق بين سعر الأصل المالي في السوق وسعر التنفيذ، ففي حالة عقد خيار الشراء فالقيمة الذاتية هي السعر السوقي ناقص سعر التنفيذ (2)، أما حالة عقد خيار البيع فالقيمة الذاتية هي عكس خيار الشراء. إذن لا يمكن أن

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سابق، ص 376.

(2) ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سابق، ص 335.

تكون القيمة الذاتية رقما سالبا، طالما أن من حق مشتري الخيار الأحجام عن تنفيذه. ويطلق على القيمة الذاتية لعقد الخيار بالحد الأدنى لقيمة عقد الخيار. (1)

2. القيمة الزمنية: تأخذ بعين الاعتبار المكاسب المحتملة لعقد الخيار خلال المدة المتبقية منه. على سبيل المثال، إذا كان خيار الشراء عند نطاق النقد وبقي شهر من مدة العقد، فهناك احتمال لارتفاع السهم أو انخفاضه خلال المدة المتبقية من العقد ولهذا توجد قيمة لهذا الاحتمال. وتزيد هذه القيمة كلما زادت الفترة المتبقية من مدة الخيار، كون احتمال تغير سعر السهم يزداد كلما زادت المدة المتبقية. ولعل من أهم العوامل المؤثرة في القيمة الزمنية لعقود الخيار هي درجة تذبذب سعر السهم في السوق، فالأسهم ذات درجة التذبذب المرتفعة تتيح لحاملها فرصة أكبر في تنفيذ عقد الخيار والربح ولهذا يكون سعرها أعلى. (2)

وتحسب القيمة الزمنية لعقد الخيار بالفرق بين القيمة السوقية لعقد الخيار وبين القيمة الذاتية لنفس العقد ومع ثبات العوامل الأخرى، تزداد القيمة الزمنية للعقد كلما ابتعد تاريخ انتهاء صلاحيته، وذلك على أساس أن امتداد الزمن يعني فرصة أفضل لإمكانية تحرك سعر السهم في الاتجاه الذي يتوقعه مشتري العقد، وتعتبر القيمة الزمنية بالمعادلة التالية:

$$V_t = \left\{ \text{Max} (V_m - V_0), 0 \right\} \dots\dots\dots(17-2)$$

V_t : القيمة الزمنية لعقد الخيار.

V_m : القيمة السوقية لعقد الخيار

مع مراعاة أن القيمة الذاتية لعقد الخيار هي الحد الأدنى، فالقيمة السوقية لا بد أن تزيد عن قيمته الذاتية طالما ظل في تاريخ التنفيذ بقية- هناك قيمة زمنية للعقد- ومنها نلخص إلى نقطتين هامتين وهما:
النقطة الأولى: القيمة الزمنية للعقد في تاريخ التنفيذ لا بد أن تساوي الصفر.

النقطة الثانية: إن مشتري العقد يكون قد أخطأ لو أنه قام بتنفيذ العقد قبل انتهاء تاريخ صلاحيته، لذا من صالحه بيع العقد في السوق بدلا من تنفيذه، طالما أن القيمة السوقية للعقد تزيد عن قيمته الذاتية بمقدار القيمة الزمنية(3).

II. تطبيقاتها على أنواع عقود الخيار: وتطبق ه اتين القيمتين على كلا النوعين عقد خيار الشراء وعقد خيار البيع.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سابق، ص 376.

(2) infotechaccountants.com/forums/archive/index.php/t-732.html ; le : 10/ 02 / 2013, à 21 :43

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سابق، ص ص 376، 377.

1. **عقد خيار الشراء:** تتمثل القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء في السعر السوقي للأصل المالي محذوفا منها سعر التنفيذ وبالتالي فإن عقد خيار الشراء سوف يكون له قيمة فقط إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ. معنى ذلك أن قيمة عقد خيار الشراء من المحتمل أن تأخذ ثلاث قيم في تاريخ التنفيذ(1):

– أن تكون القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء رقم موجب (مربح) ← إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ

– أن تكون القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء متعادلة ← عندما يتساوى السعر السوقي مع سعر التنفيذ

– أما إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ في هذه الحالة عقد خيار الشراء يكون غير مربح وبالتالي لا ينفذ العقد.

ومنه القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء = (سعر السوق - سعر التنفيذ) أو (الصفري) أيهما أكبر. ومن الممكن التعبير عن قيمة عقد خيار الشراء رياضياً كالآتي(2):

$$V_0 = \{ \text{Max} (V_s - E), 0 \} \dots \dots \dots (18-2)$$

V_0 : هي قيمة عقد خيار الشراء.

V_s : السعر السوقي.

E : سعر التنفيذ.

ويقصد بالمعادلة أنه لحساب قيمة عقد خيار الشراء نقوم بطرح سعر التنفيذ من السعر السوقي فإذا كان الفرق سالب نضع بدلاً منه صفر أي أننا نختار القيمة الأكبر من بين ناتج الطرح والصفري. أما القيمة الزمنية لعقد خيار الشراء فهي تمثل الفرق بين القيمة السوقية لعقد الشراء والقيمة الذاتية لنفس العقد.

لنفرض أنه لدينا خيار شراء سهم سعر التنفيذ يقدر بـ 100 دولار وقيمة المكافأة 3 دولار للسهم الواحد وتضمن العقد 100 سهم. فعندما ترتفع القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ إلى 105 دولار فتصبح القيمة الذاتية للعقد 5 دولار للسهم(3)، وبتطبيق المعادلة (18-2):

$$V_0 = \{ \text{Max} (V_s - E), 0 \} \dots \dots \dots (18-2)$$

$$V_0 = \{ \text{Max} (105 - 100), 0 \} = 5$$

وبالتالي يحقق المشتري ربح قدره 2 دولار للسهم الواحد لذلك طالما أن العقد تضمن 100 سهم فإن الربح الصافي للعقد يصبح 200 دولار.

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص ص 216، 217.

(2) Finance 100 Problem Set Options (Alternative Solutions), p 2, sur le site :

finance.wharton.upenn.edu.pdf ; le : 20/ 02 / 2013, à 20 :59

(3) ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سابق، ص 335.

أما إذا كانت القيمة السوقية للعقد قبل تاريخ التنفيذ والتي يعلن عنها في صفح المال بـ \$6.5، وبنفس القيم السابقة، فإن القيمة الزمنية للعقد على السهم الواحد تصبح \$1.5 وذلك حسب المعادلة التالية:

$$V_t = \left\{ \begin{array}{l} \text{Max} (V_m - V_0), 0 \end{array} \right\} \dots\dots\dots(17-2)$$

$$V_t = \left\{ \begin{array}{l} \text{Max} (6.5 - 5), 0 \end{array} \right\} = 1.5$$

وإذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 97 دولار قبل تاريخ التنفيذ فلن يكون لعقد الخيار قيمة ذاتية من وجهة نظر حامله، ومع هذا تظل له قيمة سوقية، وذلك بفضل القيمة الزمنية التي مازالت تحمل معها الأمل في أن تتحقق توقعات المشتري. ولكن إذا ما انتهى تاريخ التنفيذ بينما ظل سعر السهم في السوق 97 دولار، فلن ينفذ العقد وتصبح قيمته صفراً. وفي هذه الحالة تكون الخسائر التي تكبدها مشتري العقد هي قيمة المكافأة التي حصل عليها المحرر. (1)

2. عقد خيار البيع : وكما عرفنا سابقاً بأن القيمة الذاتية لعقد الخيار تتمثل في الفرق بين السعر

السوقي وسعر التنفيذ لكن في عقد خيار البيع فان عقد الخيار سوف يكون له قيمة ذاتية فقط إذا كان سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي.

إذن القيمة الذاتية لعقد الخيار البيع = (سعر التنفيذ - السعر السوقي) أو صفر أيهما أكبر، أي

$$V_0 = \left\{ \begin{array}{l} \text{Max} (E - V_s), 0 \end{array} \right\} \dots\dots\dots(19-2)$$

ويقصد بذلك أن القيمة الذاتية لعقد خيار البيع هي القيام بطرح السعر السوقي من السعر التنفيذ فإذا كان الفرق سالب نضع بدلاً منه صفر أي أننا نختار القيمة الأكبر من بين ناتج الطرح والصفر. (2). ومعنى ذلك أن قيمة عقد خيار البيع من المحتمل أن تأخذ ثلاث قيم في تاريخ التنفيذ(3):

- أن تكون القيمة الذاتية للخيار رقم موجب (مربح) ← إذا كان السعر التنفيذ أكبر من سعر السوقي
- أن تكون القيمة الذاتية لعقد الخيار البيع متعادلة ← عندما يتساوى السعر السوقي مع سعر التنفيذ
- أما إذا كان السعر التنفيذ أقل من سعر السوقي في هذه الحالة عقد خيار البيع يكون غير مربح وبالتالي لا ينفذ العقد.

أما القيمة الزمنية لعقد خيار البيع فهي الفرق بين القيمة السوقية لعقد البيع والقيمة الذاتية لنفس العقد.

وليكن هناك سهما ما يباع في السوق بسعر \$ 48، وأن أحد المضاربين يتوقع أن ينخفض سعره شهر ماي القادم إلى \$44. ومثل هذا المضارب يمكنه التعاقد على شراء عقد (100 سهم) خيار البيع

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سابق، ص 378.

(2) Finance 100 Problem Set Options (Alternative Solutions), Op. Cit, p 2

(3) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 216، 217.

بتاريخ ماي وبسعر التنفيذ \$50، في مقابل مكافأة قدرها \$2 للسهم الواحد، فإذا ما تحققت التوقعات وانخفضت القيمة السوقية للسهم، حينئذ يكون القيمة الذاتية للعقد مساوية إلى \$6 للسهم الواحد وذلك حسب المعادلة التالية:

$$V_0 = \left\{ \text{Max} (E - V_s), 0 \right\} \dots\dots\dots(19-2)$$

$$V_0 = \left\{ \text{Max} (50 - 44), 0 \right\} = 6$$

حينئذ يمكن تصفية العقد نقدياً، وذلك بحصول مشتري الخيار على \$6 من محرر الخيار عن كل سهم، أي \$600 عن العقد. وحيث أنه قد سبق للمشتري دفع مكافأة عن العقد قدرها \$200 فإن أرباحه الصافية تصبح \$400. (1)

والآن لنفرض أن القيمة السوقية لعقد البيع قبل تاريخ التنفيذ كانت \$6.4 فبذلك تكون القيمة الزمنية للعقد كالتالي:

$$V_t = \left\{ \text{Max} (V_m - V_0), 0 \right\} \dots\dots\dots(17-2)$$

$$V_t = \left\{ \text{Max} (6.4 - 6), 0 \right\} = 0.4$$

ولنفرض الآن أن القيمة السوقية للسهم لم تنخفض بل ارتفعت إلى \$53، حينئذ لن يكون هناك محل من تنفيذ العقد وبالتالي تكون القيمة الذاتية لعقد خيار البيع مساوية للصفر.

$$V_0 = \left\{ \text{Max} (50 - 53), 0 \right\} = 0$$

وبالتالي سينتهي عقد خيار البيع بخسارة قيمة المكافأة. أما إذا كان هذا الانخفاض قبل تاريخ التنفيذ ستظل هناك قيمة سوقية، وذلك لوجود القيمة الزمنية التي تعطي أمل للمشتري بأن هناك أمل في انخفاض السعر السوقي للسهم.

ثانياً. العوامل المؤثرة على أسعار عقود الخيار: سعر الخيار هو الثمن المبذول من قبل مشتري

عقد الخيار لبائع الخيار في مقابل أن يكون له الحق في مطالبة الأخير -في أي وقت خلال فترة العقد- بأن يشتري منه أو أن يبيع له الأصل محل التعاقد وفقاً لنوع العقد وصفته (شراء كان أو بيعاً) أو أن يفسخ العقد بإرادته المنفردة إذا رأى أن الأسعار تتجه في غير صالحه (2). ومن خلال ما سبق سعر عقد الخيار أو العلاوة أهم جانب من جوانب عقد الخيار فبالنسبة لمشتري الخيار أقصى خطر يمكن أن يتعرض له هو العلاوة، أما بالنسبة للبائع فعكس ذلك أي أقصى ربح أو مكسب له هو العلاوة المدفوعة فقط، وترتفع العلاوة وتتنخفض على أساس قوى الطلب والعرض، لذلك يمكن التفاوض على قيمته حسب مصلحة الطرفين. لذلك هناك عدة عوامل مؤثرة على سعر الخيار وهي كالتالي:

(1) منير ابراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 564.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 185.

I. السعر السوقي لأصل المالي: لو أن التوقعات تشير إلى احتمال ارتفاع القيمة السوقية للأصل المالي في السوق الحاضر، فسوف يرتفع سعر عقد خيار الشراء بينما ينخفض سعر عقد خيار البيع، على النحو الذي يشير إليه الجدول التالي. فكما هو معلوم يحقق عقد الشراء الأرباح لمشتريه إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأصل المالي، بينما يحقق مشتري عقد خيار البيع الأرباح عندما تنخفض القيمة السوقية للأصل. (1)

ويعد سعر الأصل المالي السوقي أحد العوامل الأساسية لتحديد سعر الخيار، إذ يطالب عادة محرر خيار الشراء بعلاوة أكبر لتحفيزه لبيع خيار على سهم يتصف بارتفاع سعره السوقي مقارنة بسهم منخفض السعر. ويعود السبب في ذلك مع (ثبات العوامل الأخرى المؤثرة بسعر الخيار) أن الخسارة المحتملة من تحرك سعري معاكس هي أكبر لخيار على سهم ذي سعر مرتفع مقارنة بسهم ذي سعر منخفض هذا فضلا عن أن الخيار كأداة مالية تشتق قيمتها من الموجود الأساسي وهو السهم العادي.

II. سعر الممارسة أو التنفيذ: إن العلاقة بين سعر التنفيذ والقيمة السوقية للسهم تؤثر على قيمة المكافأة التي يطلبها المحرر. وتكون هذه العلاقة عكسية بين سعر التنفيذ وسعر خيار الشراء، فكلما زاد سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للموجود الضمني فإن ذلك يعني إمكانية تحقيق خسارة أكبر لمشتري خيار الشراء إذا ما قام بتنفيذه وتقليص احتمالات تحقيق الربح، وعليه فإنه لن يكون راغبا في دفع سعر مرتفع لهذا النوع من الخيارات. أما بالنسبة لمشتري خيار البيع، فإن العلاقة تكون طردية بين سعر التنفيذ وسعر خيار الشراء، إذ أن ارتفاع سعر التنفيذ يعني أن هناك إمكانية لتحقيق الربح المرتفع إذا ما تم تنفيذ الخيار، وعليه فإن مشتري

خيار البيع سيكون مستعدا لدفع سعر أعلى مقابل إمكانية تحقيق هذا الربح (2).

III. مدة العقد: كلما طالت فترة عقد الخيار، كلما ازداد سعر الخيار، ويحدث هذا لأن كلما ازداد الوقت قبل الانتهاء كلما ازدادت فرصة قفز سعر السهم أعلى من سعر التنفيذ بصورة معنوية. لذلك تزداد أسعار الخيارات كلما ازدادت فترة سريانه. كما أن طول مدة عقد الخيار يعني ذلك زيادة المخاطر بالنسبة للبايع وزيادة المخاطر تقضي حتما الحصول في المقابل على ثمن أو عائد يتناسب مع حجم المخاطرة. (3)

(1) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، ص 392.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 190 ص 192.

(3) أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب: سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق العملي -

(دار المريخ، الرياض، 2009)، ص 445.

IV. العرض والطلب: يعد عقد الخيار سلعة يمكن بيعها وشراؤها في السوق، ويكون لقوى العرض والطلب تأثير واضح على سعر هذه السلعة، فكلما ازداد الطلب على عقد الخيار، ازداد سعر الخيار، وإذا ما ازداد العرض من هذه العقود فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض سعر الخيار. (1)

V. درجة التقلب في أسعار الأصول المالية: يشار إلى درجة التقلب أو التغير في أسعار السهم بالحساسية مع بقاء الظروف كما هي، فكلما زادت درجة حساسية سعر السهم للتغير كلما ارتفعت أسعار الخيارات. فالسهم الذي تتعرض أسعاره للتقلب السريع يعرض مشتري الخيار لمخاطر محتملة خلال مدته ومع ذلك فهو مستعد لدفع سعر أعلى للخيار (2). لأن التقلبات الكبيرة في سعر الأصل تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الخيار وتحقيق أرباح على حساب المحرر. هذا يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على الخيار على مثل هذه الأصول، لتعويضه عن المخاطر (الخسارة) في وجود فرصة سانحة لتنفيذ الخيار. ينطبق هذا على خيار الشراء كما ينطبق على خيار البيع. (3)

VI. معدلات الفائدة: كلما ارتفعت أسعار الفائدة يتعين أن يكون قيمة المكافأة كبيرة، بالقدر الذي يشجع المستثمر على تحرير الخيار، مفضلاً إياه على استثمارات أخرى بديلة تتطوي على قدر أقل من المخاطر، أو لا تتطوي على مخاطر إطلاقاً. فلو لم يحصل المستثمر على مكافأة عالية في مقابل الخيار الذي يحرره، فسوف يكون من الأفضل له أن يبيع السهم الذي يمتلكه بدلاً من تحرير الخيار عليه، يستثمر الحصيلة في استثمار يتعرض لمخاطر أقل كالسندات والودائع المصرفية. وينظر البعض إلى معدلات الفائدة الخالية من المخاطر بأنها كلفة الأموال أو كلفة الفرصة البديلة، فبائع خيار الشراء الذي قد رأس مال معين، أما من خلال امتلاكه للسهم (واحتفاظه بمركز طويل بالسهم) ومركز قصير بالخيار أو من خلال إيداعه ضماناً نقدياً لدى الشركة الوسيطة، يجب تعويضه عن عدم استلامه فائدة خلال أجل الخيار وكذلك عن تحمله مخاطر احتمالية التنفيذ بخسارة ولذلك فإن الزيادة في معدلات الفائدة سوف تزيد من سعر خيار الشراء وتخفض من سعر خيار البيع. (4)

أما تفسير انخفاض المكافأة في خيارات البيع عندما تكون معدلات الفائدة مرتفعة، فربما يكمن في إمكانية المحرر الحصول على معدل عائد مرتفع على استثمار قيمة المكافأة، بما يشجعه على تحرير العقد بسعر منخفض، خاصة وأنه في ظل ارتفاع أسعار الفائدة قد لا يحقق مشتري عقد خيار الشراء الذي يحقق ميزة انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ. لأنه إذا كان سعر الفائدة في السوق مرتفعاً فسوف يعني هذا انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي يدفعه المشتري، مما يترتب عليه زيادة الطلب على عقود خيار الشراء مما يرتفع أسعارها في السوق بالتبعية، أما ارتفاع أسعار الفائدة بالنسبة لعق خيار البيع (الذي

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 194.

(2) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2003)، ص 592.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 580.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 194.

يشترى فيه المحرر السهم إذا ما قرر مشتري العقد تنفيذه، فيترتب عليه انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي يدفعه المحرر، مما يزيد عرض تلك العقود، لتتخف أسعارها. (1)

VII. التوزيعات النقدية: تسبب التوزيعات النقدية انخفاضا بسعر السهم الخاضع للتداول في أسواق الخيارات، ويترتب على هذا الانخفاض في سعر السهم انخفاضا في سعر سهم خيار الشراء، وبالمقابل فإن الانخفاض في سعر السهم سيؤدي إلى ارتفاع سعر خيار البيع ذلك أن انخفاض سعر السهم سيؤدي إلى انخفاض احتمالية تنفيذ خيار الشراء والى ارتفاع في احتمالية تنفيذ خيار البيع. (2)

فعندما يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات نقدية في تاريخ معين، فيطلق عليه بتاريخ السجل. وإذا ما اشترى المستثمر السهم في اليوم التالي لذلك التاريخ فلن يكون من حقه المطالبة بتلك التوزيعات، غير أنه سيدفع في شرائه مبلغا يقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم وهذا الانخفاض في القيمة السوقية يتوقع أن يصاحبه انخفاض في قيمة المكافأة المطلوبة في حالة خيار الشراء. كون التنفيذ أصبح بعيد المنال، وهو ما يعني انخفاض مخاطر تعرض المحرر للخسائر. والعكس يحدث في حالة خيار البيع، فانخفاض القيمة السوقية للسهم يتيح فرصة أكبر لوصول السهم في السوق إلى مستوى أقل من سعر التنفيذ، مما قد يحقق لمشتري العقد بعض الأرباح، إذ يمكنه شراء السهم من السوق بالسعر المنخفض، وبيعه إلى المحرر بسعر التنفيذ وفي ظل زيادة المخاطر التي يتعرض لها محرر العقد يتوقع أن تكون المكافأة المطلوبة أكبر. (3)

الفرع الثاني: النموذج الثنائي لتسعير عقود الخيار The Binomial Model

يعد William F. Sharpe أول من ابتكر النموذج عام 1978 والذي نشره في الطبعة الأولى من كتابه الشهير Investments وطوره عدد من العلماء مثل Cox, Ross & Rubinstein عام 1979 في مقالة بعنوان Option pricing: A simplified Approach، وقد سمي هذا النموذج بالثنائي (ذو الحدين) لأنه يفترض أن خلال الفترة التالية من الوقت يكون للسعر الفوري المعطى قيمة واحدة من قيمتين محتملتين، وينظر إلى هذا النموذج بأنه أبسط بكثير من نموذج بلاك - شولز من حيث افتراضاته واستخداماته للرياضيات غير المعقدة إلا أنه يتطلب جهدا ووقتا أكبر (4). وأيضا على عكس نموذج بلاك - شولز الذي يعني أساسا تسعير عقود الخيارات الأوروبية، فإن النموذج الثنائي يصلح لتسعير كل من الخيارات الأوروبية والأمريكية.

(1) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، ص 400.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 195.

(3) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، ص 400، 401.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 214.

أولاً. **الأساس النظري للنموذج:** تقوم فكرة النموذج الثنائي لتسعير الخيارات على إمكانية بناء محفظة تشمل على عقد خيار الشراء وأصل مالي آخر، تدفقاتهما المالية متماثلة غير أنهما يسيران في اتجاهين متضادين. بمعنى أنه إذا ما حدثت تقلبات سعرية فإن أحد مكونات المحفظة سوف يتولد عنه تدفقات داخلية، يقابلها تدفقات خارجة بنفس القيمة من المكون الآخر، وهي ما يعني تغطية كاملة لمركز المستثمر. (1)

وبذلك فالنموذج هو تمثيل مبسط للواقع يستخدم مدخلات معينة لإنتاج مخرجات أو نتيجة، ويمثل نموذج تسعير الخيار الثنائي الصيغة الرياضية أو العملية حسابية التي تستخدم متغيرات محددة كمدخلات لتسعير الخيار، وتعطي مخرجاتها القيمة العادلة النظرية للخيار. فإذا نفذ هذا النموذج بالشكل المطلوب فإن سعر الخيار في السوق يساوي القيمة العادلة النظرية للخيار (2). كما تقوم فكرة النموذج أيضا على أن الفترة حتى تاريخ التنفيذ، يمكن تقسيمها إلى فترات أصغر قد يكون شهر أو أسبوع أو يوم... وعند بداية كل فترة يفترض أن سعر السهم قد يرتفع أو قد ينخفض إلى مستوى معين (3). ففي البداية نفترض أن المدة الزمنية المتبقية حتى استحقاق الخيار هي مدة زمنية واحدة وفي هذه الحالة يطلق على النموذج بالنموذج ثنائي لمدة واحدة. ثم يستمر التحليل مفترضا أن عدد المدد المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق مدتان، وبناء على إمكانية تحرك سعر السهم بعد كل مدة من هاتين المدتين إلى اتجاهين مختلفين وبناء على القيم المستقاة من المدة الأولى يحسب سعر خيار الشراء ويطلق على النموذج بالنموذج ثنائي الحد بمدتين. وهكذا يستمر التحليل لتتفرع من المدتين الأولى والثانية عددا من المدد الزمنية الأخرى وصولا إلى عدد المدد الزمنية الحقيقية المتبقية حتى استحقاق الخيار وحينها يطلق على النموذج بنموذج ثنائي الحد متعدد المدد. (4)

ثانياً. **افتراضات النموذج:** من مزايا هذا النموذج أنه يعتمد على الحد الأدنى من الافتراضات والتي تعد ضرورة لاشتقاق النموذج وهي (5):

1. ثبات المعدل الخالي من المخاطرة.
2. بالإمكان الاقتراض والاقتراض بالمعدل الخالي من المخاطرة.
3. لا توجد ضرائب أو تكاليف تبادل أو متطلبات هامش.
4. بإمكان المستثمرين استخدام البيع القصير لأية ورقة مالية.

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث - عقود الخيارات - ص 125.

(2) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 92.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث - عقود الخيارات - ص 126.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 215.

(5) المرجع السابق، ص ص 215، 216.

ثالثاً. اشتقاق معادلة النموذج: وهناك ثلاث حالات كما ذكرنا سابقاً أي إذا كان النموذج يحسب لفترة واحدة فهو نموذج ثنائي الحد للفترة الواحدة وإذا كان لحساب فترتين فهو نموذج ثنائي الحد لفترتين وإذا كان أكثر فهو نموذج ثنائي متعدد الفترات. ولكن تعتبر الحجر الأساسي في اشتقاق المعادلة تكون لفترة واحدة.

I. نموذج ثنائي الحد للفترة الواحدة: من المبادئ الأساسية في تسعير عقد خيار الشراء هو التنفيذ

ويتوقف على مصلحة مشتري حق الخيار، فإذا ارتفع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ فسيحقق أرباحاً لذلك سينفذ العقد أما إذا انخفض سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ قلن ينفذ عقد الخيار وبالتالي لا يمكن أن تكون القيمة الذاتية رقماً سالباً أبداً أي قيمة العقد تساوي صفر $C \geq 0$ (1). ويقصد بنموذج الفترة الواحدة النموذج الذي يسعى إلى تقدير سعر عقد الخيار، في ظل احتمال تغير سعر السهم مرة واحدة فقط، قبل أن يقوم المستثمر بتصفية مركزه، أما أن ينخفض أو يرتفع بمعدلات يمكن توقعها (2).

يفترض نموذج ذي الحدين سعر السهم في سوق الأوراق المالية عند إبرام الاتفاق S ويقابلها عدد من خيارات الشراء لفترة زمنية معروفة وثابتة (أسبوع، شهر، عدة أشهر...) وبسعر تنفيذ E وعند تاريخ الاستحقاق سيرتفع سعر السهم بمعدل u أو ينخفض بمعدل d (3)، وباحتمال q ، $(1-q)$ على الترتيب أي أن سعر السهم إذا ارتفع S_u سيكون:

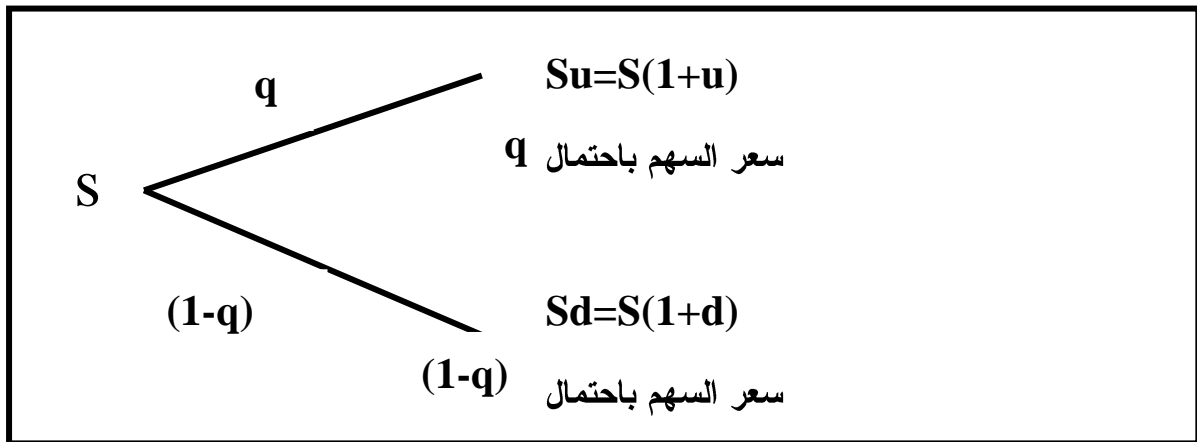
$$S_u = S (1 + u) \dots\dots\dots(20-2)$$

أما إذا انخفض سعر السهم S_d سيكون:

$$S_d = S (1 + d) \dots\dots\dots(21-2)$$

مع العلم أن d تكون قيمتها سالبة والشكل التالي يبين الأسعار الممكنة للسهم في تاريخ الاستحقاق أي بعد مضي مدة واحدة. (4)

الشكل رقم (19): يمثل الأسعار الممكنة للسهم وفقاً للنموذج الثنائي لفترة واحدة



(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، ص 376.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث - عقود الخيارات- ص 126.

(3) Rainer Brosch, Op . Cit , P 57.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 217.

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 217.

ويمكن التعبير عن القيمة الذاتية بالمعادلة التالية(1):

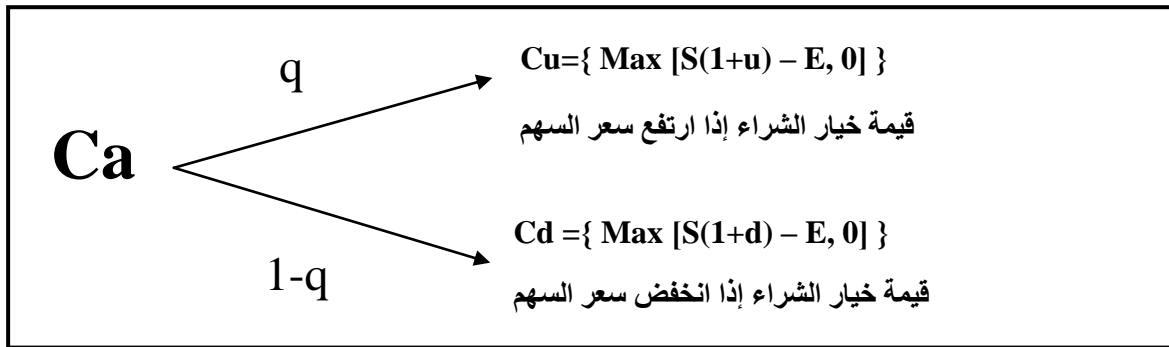
$$C(u,d) = \{ \text{Max} [S(u,d) - E, 0] \} \dots\dots\dots(22-2)$$

$$C_u = \{ \text{Max} [S(1+u) - E, 0] \} \dots\dots\dots(22-2) \quad \text{أي:}$$

$$C_d = \{ \text{Max} [S(1+d) - E, 0] \} \dots\dots\dots(22-2)$$

يعني هذا إذا تحرك سعر السهم لأعلى فإن قيمة خيار الشراء ستكون C_u أما إذا تحرك إلى الأسفل فإن قيمة خيار الشراء ستكون C_d (2). وهذا ما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (20): القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي لفترة واحدة



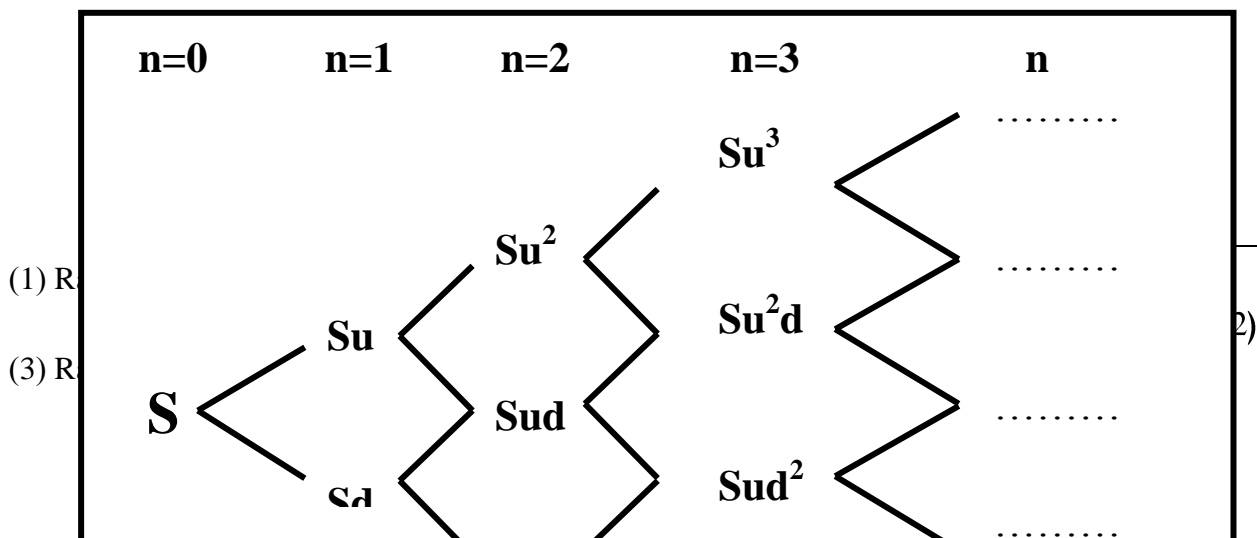
المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 218.

I. تسعير الخيارات باستخدام نموذج ثنائي الحدين متعدد الفترات: يستخدم في هذا النموذج نفس

الإجراءات الحسابية السابقة، وبافتراض n من المدد المتبقية حتى تاريخ استحقاق الخيار، فإنه يمكن استخراج قيمة الخيار الشراء، وهي تظهر نموذج ذي الحدين بصيغته المعممة والتي يمكن تطبيقها على جميع الحالات

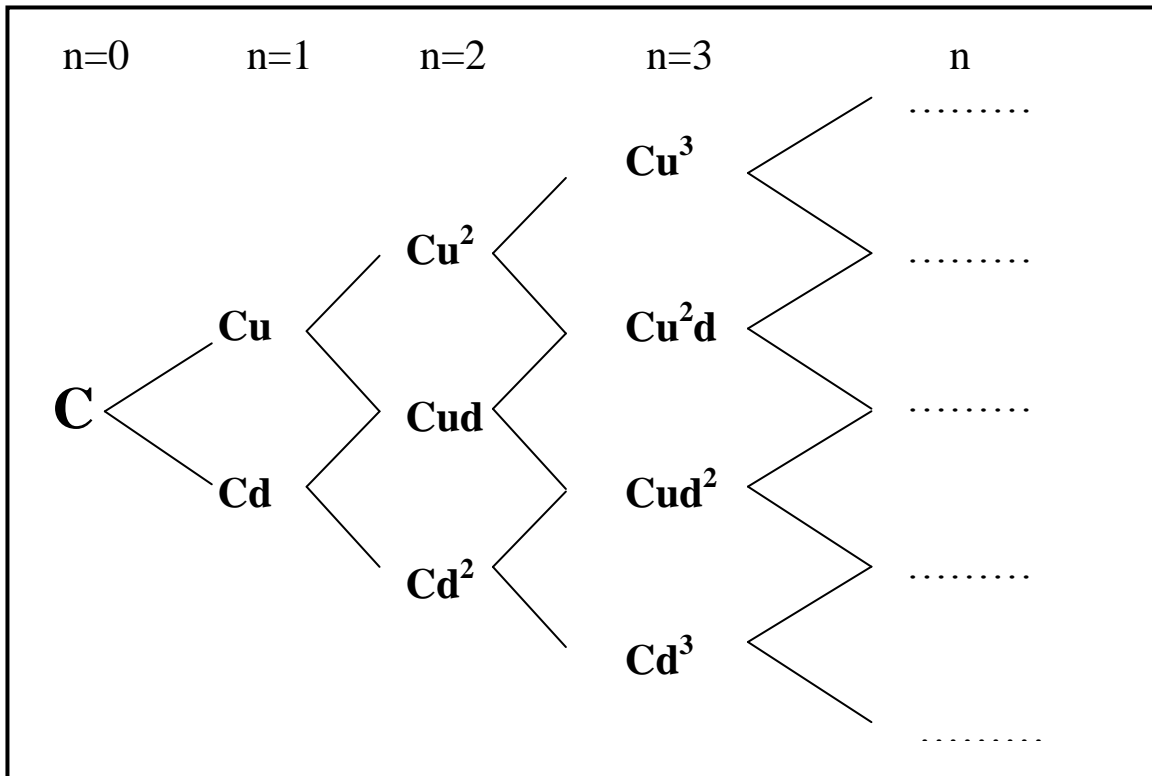
ويمثل الشكل الموالي مسارات أسعار السهم الممكنة وفقا لهذا النموذج(3).

الشكل رقم (21): الأسعار الممكنة للسهم وفقا للنموذج الثنائي متعدد المدد



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 224.

الشكل رقم (22): يوضح الشكل القيم الممكنة لخيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي متعدد المدد



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 225

وبذلك تصبح معادلة النموذج ثنائي الحد متعدد الفترات كالآتي(1):

$$Ca = \frac{1}{(1+r)^n} \sum_{k=0}^n \frac{n!}{(n-k)!k!} q^k (1-q)^{n-k} [Max(Cu^k d^{n-k} - E), 0] \dots (23-2)$$

حيث أن:

(1) Ipd , P 53

Ca: سعر خيار الشراء

k: عدد مرات ارتفاع سعر السهم من مجموع المدد

n: عدد المدد التي قسم على أساسها أجل الخيار

q: احتمال ارتفاع سعر السهم ويحسب وفق المعادلة (2-24):

$$q = (1+r-d)/(u-d) \dots\dots\dots(24-2)$$

1+q: احتمال انخفاض سعر السهم

u: معدل ارتفاع السهم

d: معدل انخفاض سعر السهم

الفرع الثالث: نموذج بلاك و شولز The Black-Scholes Model

سمي هذا النموذج نسبة إلى الباحثين بلاك فيشر وميرون شولز اللذان أوجدا هذا النموذج، حيث

يمكن تقييم خيار الشراء بصورة مستقلة بما يساويه من خيار البيع. ويحتوي هذا النموذج على بذور التطور للمستقبل في البحوث المالية. وقد لاقى النموذج قبولا واسعا ، فقد بنى متعاملوا النموذج مباشرة إلى الحد الذي جعل أولئك المتعاملين بسوق الخيارات من جيل الخمسينات والستينات الذين لا يستطيعون حساب معالم النموذج إلى توظيف حاسوب لبرمجة النموذج على حساباتهم وأصبح النموذج هو الأساس لأغلب عمليات التحليل في هذا الحقل على المستويين الأكاديمي والمهني(1).

يعتبر نموذج بلاك وشولز من أفضل النماذج المعروف لتسعير الخيارات، كما أنها من أكثر النماذج المستخدمة على نطاق واسع في الأسواق. وبشكل معيارا لتسعير الخيارات له مجموعة متنوعة من الأصول الأساسية بما في ذلك الأسهم ومؤشرات الأسهم، والعملات، وحتى العقود المستقبلية. أما من الناحية الفنية، فنموذج بلاك وشولز من أكثر النماذج تعقيدا بالمقارنة مع نموذج الثنائي أو أي نماذج أخرى، لأنه يتم تعيينها بالزمن المستمر، أي أن الأسعار في النموذج تتغير بشكل مستمر بدلا من تغيرها في نقاط محددة ومنفصلة من الزمن. لذلك يتطلب نمذجة عدم اليقين المستمر في الوقت استخدام أكثر رياضيات تطورا ومعقدا(2).

ولقد صمم هذا النموذج في الأصل لتقييم الخيارات على الأسهم الأوروبية، وهو ذات صيغ تحليلية بسيطة وجذابة. إلا أنها تقوم على افتراضات مماثلة لنموذج ذي الحدين الذي يخلق موقف التغطية عن طريق شراء الأسهم وبيع الخيارات. في ظل هذا النموذج، شراء عدد من الوحدات للأصل النشط وبيع

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص 204، 205

(2) Rangarajan Sundaram, Sanjiv Das, Op. Cit., P 308 .

خيار الشراء لتكوين محفظة مغطاة. ويتم تعديل محفظة الأوراق المالية في كل لحظة نتيجة لتغيرات الأسعار(1).

ومن أهم اختلاف بين نموذج ثنائي الحد ونموذج بلاك-شولز كون الأول يعد نموذجا بالزمن المنقطع وليس بالزمن المستمر مثل الثاني، حيث أن عدد المدد الزمنية حتى تاريخ الاستحقاق معلومة وان التداول يتم في أوقات زمنية محددة، ولكن بوجود عدد كبير جدا من المدد الزمنية، فان النموذج يقترب كثيرا ليكون بديلا عن النموذج بالزمن المستمر، لذلك ينظر إلى نموذج بلاك-شولز على أنه حالة خاصة من نموذج ثنائي الحد.(2)

أولا. الأساس النظري للنموذج: يمكن لنموذج بلاك-شولز من تقييم أي خيار وبدون معرفة القيمة السوقية للخيار الآخر، فيمكن تحديد قيمة خيار الشراء بحيث لا حاجة لمعرفة قيمة خيار البيع (3). حيث يتطلب أي نموذج للتقييم في مجال الاستثمار التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة، وكذا تقدير تكلفة الفرصة البديلة التي تستخدم كأساس لخصم تلك التدفقات. وبالنسبة لعقود الخيار فإن التنبؤ بالتدفقات النقدية مسألة ليست يسيرة. أما المستحيل هو تحديد الفرصة البديلة، وذلك على أساس أن مخاطر الاستثمار التي ينطوي عليها العقد تتغير من لحظة إلى أخرى، مع كل تغير في القيمة السوقية لأصل محل التعاقد.

والفكرة التي توصلنا إليها بلاك و شولز لمواجهة المشكلة، هي شراء حصص من أسهم، وفي نفس الوقت بيه خيارات الشراء على هذه الأسهم، يستطيع المستثمر أن ينتج موقف استثمار خالي من المخاطر، حيث تساوي المكاسب على السهم الخسائر على الخيار بالضبط(4).

ثانيا. فرضيات النموذج: يستمد نموذج بلاك-شولز على مخرجات اللحظة التالية في الوقت، وبالأحرى فالنموذج يتميز باستمرارية الوقت. ووضع كل من بلاك فيشر وميرون شولز الفرضيات التالية:

1. لا يقدم السهم من وراء خيار الشراء حصص أرباح، أو توزيع آخر طوال حياة الخيار.
2. لا توجد تكاليف عمليات تجارية لشراء، أو بيع أيا من السهم، أو الخيار ولا يوجد ضرائب.
3. يكون معدل الفائدة خالي من المخاطرة قصيرة المدى معروف، وتكون ثابتا طوال حياة الخيار(5).
4. تعمل أسواق المال بشكل مستمر.

(1) Mondher bellah, yves simon, Options, contrats à terme et gestion des risque, (Economica edition, France, 2000), p 126.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 214.

(3) خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص 327

(4) أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب: سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، ص 455، 456

(5) المرجع السابق، ص 455

5. أسعار الأسهم يمكن تمثيلها في دالة متصلة، وبمعنى آخر لا توجد قفزات مفاجئة في أسعار الأسهم، ويتم تداولها بشكل مستمر عبر الوقت.

6. الخيار يجب أن يكون من النوع الأوروبي وليس الأمريكي. (1)

ثالثاً. معادلة النموذج: يستمد نموذج بلاك-شولز على خمسة متغيرات لحساب قيمة خيار الشراء وهذه المتغيرات هي: سعر السهم، سعر التنفيذ، الوقت المتبقي لتنفيذ الخيار، معدلات الفائدة، والتقلب في سعر السهم (2). يتكون نموذج بلاك-شولز من ثلاث معادلات التالية:

$$Ca = P[N(d_1)] - E e^{-rt}[N(d_2)] \dots\dots\dots(25-2)$$

$$d_1 = [\ln (P/E) + (r + \sigma^2/2) t] / \sigma\sqrt{t} \dots\dots\dots(26-2)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} \dots\dots\dots(27-2)$$

Ca: القيمة الحالية لخيار الشراء

P: السعر الحالي للسهم من وراء الخيار

$N(d_i)$: احتمال حدوث انحراف أقل من d_i في التوزيع الطبيعي النمطي، لذلك تمثل $N(d_1)$ ، و $N(d_2)$ مساحات تحت دالة التوزيع الطبيعي النمطي.

E: سعر الممارسة

e: 2,7183

r: معدل الفائدة الخالي من المخاطر

$\ln (P/E)$: اللوغاريتم الطبيعي لـ P/E

σ^2 : تباين معدل العائد على السهم (3).

وقد تبدو معادلة النموذج معقدة، إلا أن تطبيقها لا ينطوي على صعوبة كبيرة، فمعظم المدخلات المطلوبة لحساب سعر خيار الشراء Ca يمكن الحصول عليها من البيانات المنشورة فسعر السهم P وكذلك سعر التنفيذ E هي قيم معلومة، أما الوقت المتبقي حتى تاريخ استحقاق الخيار t فيحسب بجمع عدد الأيام المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق ويقسم على 365. أما المعدل الفائدة الخالي من المخاطر r فيعبر عنه بمعدل الفائدة على أوراق الخزنة بحيث تكون أجلها مساويا لأجل الخيار. وتستخرج قيم $N(d_1)$ ، و $N(d_2)$ من جدول التوزيع الطبيعي، مما يعني أن المتغير الوحيد المجهول والذي هو بحاجة إلى التقدير هو التباين σ^2 أو التقلب، إذ يمكن تقدير التباين من خلال البيانات التاريخية لأسعار الأسهم خلال عمر

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 356

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 208

(3) Mondher bellah, yves simon, p p [126, 128]

الخيار، إلا أن ما يحتاجه المستثمر في الحقيقة هو التقلب المستقبلي للسهم وهي قيمة مجهولة لذلك يقود اختلاف تقديرات المستثمرين لتباين الأسهم إلى اختلاف في تقدير أسعار الخيارات (1).

ولتوضيح نموذج بلاك-شولز نفرض أنه تم الحصول على المعلومات التالية:

$$P = 20\$ \quad E = 20\$ \quad t = 3 \text{ mois (0,25 ans)}$$

$$r = 0,064 = 6,4\% \quad \sigma^2 = 0,16$$

يجب علينا أولاً إيجاد كل من d_1 و d_2 وهي كما يلي:

$$d_1 = [\ln(20/20) + (0,064 + 0,16/2) 0,25] / 0,40\sqrt{0,25} = 0,18$$

$$d_2 = 0,18 - 0,40\sqrt{0,25} = -0,02$$

نلاحظ أن $N(d_1) = N(0,18)$ و $N(d_2) = N(-0,02)$ ، وهما يمثلان مساحات تحت دالة التوزيع الطبيعي النمطي، ومن جدول التوزيع الطبيعي نجد أن القيمة $d_1 = 0,18$ تشمل احتمالاً قدره 0,5714 أما القيمة $d_2 = -0,02$ احتمالها يقدر بـ 0,4920 ويمكننا أن نستخدم هذه القيم لحل المعادلة رقم (2-25):

$$Ca = 20[N(0,18)] - 20 e^{-(0,064)(0,25)}[N(-0,02)] = 1,74\$$$

لذلك تكون قيمة الخيار تحت الشروط المفترضة 1,74\$، لنفرض أن سعر الخيار الفعلي كان

2,25\$، يمكن أن يبيع المراجعون الخيار في نفس الوقت، ويشتررون السهم من ورائه، ويكسبون ربحاً خالياً من المخاطر، حتى يقاد سعر الخيار لأسفل إلى 1,74\$، لذلك يمكن ألا يرحب المستثمرون بدفع أكثر من 1,74\$ للخيار، ويمكن ألا يشتروه بأقل من ذلك، لذا يكون 1,74\$ قيمة التعادل للخيار.

ولرؤية كيف تؤثر العوامل السابقة الذكر على قيمة الخيار، لنأخذ الجدول رقم (9) بحيث في كل صف نزيد في عامل بينما تظل العوامل الأخرى ثابتة عند مستوياتها لحالة الأساس.

الجدول رقم (9): يوضح تأثيرات عوامل نموذج بلاك-شولز على قيمة خيار الشراء

Ca	σ^2	r	t	E	P	الحالات
1,74\$	0,16	6,4%	0,25	20\$	20\$	حالة الأساس
5,57	0,16	6,4	0,25	20	25	ارتفاع P بـ 5\$
0,34	0,16	6,4	0,25	25	20	ارتفاع E بـ 5\$
2,54	0,16	6,4	0,50	20	20	ارتفاع t إلى 6 أشهر
1,81	0,16	9	0,25	20	20	ارتفاع r إلى 9%
2,13	0,25	6,4	0,25	20	20	ارتفاع σ^2 إلى 0,25

المصدر: أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب: سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، ص 459

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 210

أ. السعر الحالي للأصل المالي : لما ارتفع سعر الأصل الحالي زادت قيمة الخيار أيضا أي العلاقة طردية بينهما، حيث لما ارتفع سعر السهم من \$20 إلى \$25 ازداد سعر الخيار من \$1,74 إلى \$5,57. فبالرغم من أن الزيادة في قيمة الخيار (\$3,83) كانت أقل من الزيادة في سعر السهم (\$5)، إلا أن النسبة المئوية كانت العكس إذ كانت نسبة الزيادة في سعر السهم 25% في المقابل كانت الزيادة في قيمة الخيار 220%.

ب. سعر الممارسة: لما ازداد سعر الممارسة بـ \$5 قلت قيمة الخيار، وبذلك فالعلاقة بينهما عكسية. وكان الانخفاض في قيمة الخيار أقل من الزيادة في سعر الممارسة، إلا أن التغير في النسبة المئوية لقيمة الخيار كان أكثر (78%) من التغير في سعر الممارسة (25%).

ج. الزمن المتبقي للممارسة: فمع زيادة الوقت t حتى النهاية من 3 أشهر إلى 6 أشهر ازداد سعر الخيار من 1,74 إلى \$2,54. ولذلك فكلما كان الوقت المتبقي على نهاية الخيار طويلا كلما كانت هناك إمكانية بيع الأصل المالي محل التعاقد عاليا وقد يكون أعلى من سعر الممارسة وبالتالي يكون سعر الخيار أعلى. ويحدث هذا لأن قيمة الخيار تعتمد على الفرص في الزيادة في سعر السهم من وراء الخيار، وبذلك تزداد إمكانية ارتفاع سعر السهم بازدياد فترة الخيار.

د. المعدل الخالي من المخاطر (1): فمع زيادتها من 6,4% إلى 9% تزداد قيمة الخيار من 1,74 إلى \$1,81 إلا أن الزيادة منخفضة. ومن المعادلات السابقة فإن تأثير الزيادة في 2 يكون للتقليل من سعر الممارسة $E e^{-rt}$ وبالتالي الزيادة في قيمة الخيار. كما لها دور في تحديد قيم دوال التوزيع الطبيعي $N(d_1)$ و $N(d_2)$ إلا أن هذا التأثير له أهمية ثانوية.

هـ. التباين: مع زيادة التباين من 0,16 إلى 0,25 ازدادت قيمة الخيار من 1,74 إلى \$2,13، لذلك فكلما كانت الورقة المالية من وراء الخيار أكثر مخاطرة كلما ازدادت قيمة الخيار.

رابعاً. تقييم خيار البيع: يمكن استخدام نموذج بلاك شولز في تحديد قيمة خيار البيع، وذلك على

أساس مبدأ التماثل بين عقود الشراء والبيع، ولتوضيح ذلك افترض أن أحد المستثمرين يقوم بتكوين محفظة وذلك عن طريق تحرير عقد خيار الشراء، وشراء عقد خيار البيع بنفس سعر التنفيذ، ونفس تاريخ الانتهاء لعقد خيار الشراء، ثم شراء حصة من الأسهم وعلى ذلك فإن تغيرات سعر الأسهم سوف تعوض التغيرات في قيمة عقود الخيارات ومن ثم تكون هذه المحفظة خالية من المخاطر (2). فباستخدام معادلة تكافؤ خيار البيع والشراء والتي تبين العلاقة بين قيمة خيار الشراء والبيع فإنه بإمكان التعبير عن قيمة خيار البيع كدالة لقيمة خيار الشراء وكالاتي:

$$P_u = C_a + P_v (E) - P \dots\dots\dots(28-2)$$

(1) أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب: سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، ص 460

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، ص ص 340، 341

Pu: قيمة خيار البيع

Ca: قيمة خيار الشراء

Pv (E): القيمة الحالية لسعر التنفيذ

P: سعر السهم الحالي

وباستخدام نموذج بلاك شولز في التعويض عن قيمة خيار الشراء Ca وبإجراء بعد ذلك الاختصارات فإنه يمكن حساب قيمة خيار البيع وفقا للمعادلة التالية(1):

$$Pu = E e^{-rt}[1 - N(d_2)] - P [1 - N(d_1)] \dots\dots\dots(29-2)$$

ومثال على ذلك لناخذ خيار البيع المختار على السهم الذي سبقتنا مناقشته سابقا اذا كان لخيار البيع نفس سعر الممارسة، وتاريخ الانتهاء مثل الشراء، فسيكون سعره كما يلي(2):

$$Pu = 20 e^{-0,064(0,25)}[1 - 0,4920] - 20 [1 - 0,5714]$$

$$Pu = 1,42\$$$

المطلب الثالث: تنظيم تداول عقود الخيار واستخداماتها

سنتطرق في هذا المطلب إلى كيفية تنظيم تداول عقود الخيارات في الأسواق المالية وما هي أهم استخدامات هذا النوع من العقود.

الفرع الأول. تنظيم تداول عقود الخيار: ظهرت للمرة الأولى في عام 1790، وقد تم تداول الخيارات في أسواق OTC بين المؤسسات المالية والشركات المتداولة تداول مباشرة مع بعضها البعض. واليوم، خيارات OTC هي الأكثر شعبية في مجال العملات الأجنبية وأسعار الفائدة. في بورصة شيكاغو خيارات CBOE بدأ تداول الخيارات في 26 أبريل 1973. ومنذ ذلك الحين تم تداول الخيارات في العديد من البورصات مثل البورصة الأمريكية (AMEX) وفيلادلفيا للأوراق المالية (PHLX). وتتميز بورصات عقود خيار بتوحيد شروط عقود الخيارات، وخلق تجارة مركزية ومرافق نشر الأسعار، وتوفير على شركات المقاصة (ACE)، وكل هذه المميزات تعمل معا على تشجيع قيام سوق ثانوية نشطة. (3)

أولا. مواصفات عقد الخيار في البورصة: البورصة هي كيان شركات قانونية التي تنظم تداول الأوراق المالية، والخيارات، أو المستقبلية... وتتوفر فيها قواعد ولوائح التي تنظم المعاملات في تجارة الأدوات المالية. في أسواق الخيارات، البورصات المنظمة تطورت استجابة لعدم وجود مواصفات موحدة والسيولة في أسواق الخيارات OTC فقد كانت العقود خاصة حسب احتياجات المشترين والباعه. لذلك

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 211، 212

(2) أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب: سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، ص 462

(3) Yuh-Dauh Lyuu, Op. Cit, p 77, 78.

صممت البورصة الخيارات شروط وأحكام لهذه العقود، مثل سعر الممارسة وتاريخ انتهاء الصلاحية..، لتوحيدها وتميظها وهذا ما جعل الخيارات أكثر سهولة وجاذبية للجمهور العام.

I. حجم العقد: تحدد حجم عقد الخيار المتداول في البورصات بـ 100 سهم ما لم يتم تعديله في حالة تجزئة السهم أو اندماج الشركات من نوع ما (1). أما في حالة عقود الخيارات على العملات فيختلف حجم العقد باختلاف العملة محل العقد، فعقد الخيار على الجنيه الإسترليني مثلا يتضمن 26500 جنيه بينما العقد على الأورو 125000 أورو (2).

II. تنميط أسعار الممارسة: وذلك لحرص إدارة البورصة على جعل عقود الخيارات أكثر نمطية من خلال جعل سعر التنفيذ مساويا لسعر السهم في السوق مقربا بمضاعف قدره خمسة للسهم الذي تقل قيمته عن 100 دولار ومقربا بمضاعف قدره عشرة للسهم الذي تزيد قيمته عن 100 دولار، فعلى سبيل المثال إذا كانت القيمة السوقية للسهم 32 دولار فإن سعر التنفيذ قد يكون 25 أو 30 أو 35 دولارا...، أي أنه مقرب بقدر خمسة دولارات أو مضاعفاتها، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم 106 دولار فيكون سعر التنفيذ إما 100 أو 110 أو 120 دولار... (3)

كما أنه على عكس السوق غير المنظم، فإنه إذا ما أجريت توزيعات في شكل أسهم أو حدث انشقاق في قيمة السهم وهما إجراءين من شأنهما أن يحدثا انخفاض في القيمة السوقية للسهم، فإنه من الضروري إجراء تعديل على العقد: التعديل في حالة تقسيم السهم، فمثلا إذا تضمن عقد الخيار 100 سهم بسعر تنفيذ 60 دولار للسهم وحدث انشقاق للسهم نجم عنه تضاعف عدد الأسهم المصدرة فيقتضي ذلك تعديل في عقد الخيار ليصبح عدد الأسهم 200 سهم وسعر التنفيذ 30 دولار للسهم. ونفس الإجراء يتبع في حالة إجراء توزيعات في صورة أسهم. ويعد التعديل ضروريا لحماية المستثمرين، بحيث عدم التعديل يؤدي بهذه الحالة إلى أذية أحد الطرفين. (4)

III. تنميط تواريخ الاستحقاق: تواريخ عقود الخيارات OTC مصممة حسب احتياجات المشترين والبائعين أما في الأسواق المنظمة وتحدد تواريخ الاستحقاق على أساس دورات. وهناك ثلاث دورات وهي:

- الدورة الأولى: تستحق عقود الخيار في جانفي، أفريل، جويلية، أكتوبر
- الدورة الثانية: تستحق عقود الخيار في فيفري، ماي، أوت، نوفمبر
- الدورة الثالثة: تستحق عقود الخيار في مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر

(1) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p p 26, 27.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء 3-الخيارات-، مرجع سابق، ص 30

(3) سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص ص 413، 414.

(4) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص ص 595، 596.

وتسمى هذه الدورات بدورة جانفي، فبراير، ومارس (1)، هذا عن الشهور، ولكن في أي يوم في الشهر ينتهي تاريخ التنفيذ؟ تنتهي صلاحية عقد الخيار في يوم السبت التالي لثالث يوم الجمعة في شهر التنفيذ. ولما كان يوم السبت هو يوم عطلة في الأسواق العالمية فإن آخر يوم للتعامل في الخيار هو ثالث يوم الجمعة في شهر التنفيذ. وهكذا فإن الخيار الذي ينتهي صلاحيته في شهر أبريل يمكن التعامل فيه حتى ثالث يوم جمعة في شهر أبريل (2). وأكبر مدة لاستحقاق الخيارات على الأسهم الفردية بنحو تسعة أشهر ولكن مع وجود استثناءات قليلة . فهناك خيارات LEAPS (Long-Term Equity Shares Anticipation) وهي عقود خيار على المدى الطويل وتتداول في بورصة شيكاغو لعقود الخيارات CBOE، وهي خيارات على بعض الأسهم والمؤشرات، وهي طويلة الأجل قد تصل إلى خمس سنوات لإنهاء خيارات المؤشر وثلاث سنوات لإنهاء خيارات الأسهم الفردية (3).

IV. حدود التنفيذ والمراكز: عادة ما تضع أسواق الخيارات قيودا أو حدودا على عدد العقود التي يمكن لمستثمر واحد تنفيذها Position limits، خلال خمسة أيام عمل متتالية، كما تضع حدودا على عدد المراكز التي يمكن أن يأخذها المستثمر، بصرف النظر عن كونها خيارات شراء أو بيع أو خلط بينهما، إذا كانت تلك العقود تسعى لنفس الهدف. فمثلا عندما يكون اتجاه السوق صعودي قد يدخل المستثمر مشتريا لعقد خيار شراء أو محررا لعقد خيار البيع، والعكس إذا كان اتجاه السوق نزولي، ففي كل حالة تحقق نفس الهدف، ومن ثم لا ينبغي أن يزيد عدد تلك المراكز عن الحد الأقصى المحددة. وتختلف تلك القيود من سوق لآخر ومن أصل لآخر. فمثلا بالنسبة لقيود المراكز على عقود الأسهم الفردية فعادة ما تكون في حدود 3000 عقد، أو 5000 عقد أو 8000 عقد. والهدف من هذه الحدود منع المستثمر أو مجموعة من المستثمرين من السيطرة على عقد على أصل معين.(4)

ثانيا. العضوية في السوق المنظم: كما هو الحال في الأسواق الحاضرة، يوجد في أسواق تداول عقود الخيارات سمسرة الصالة، وتجار صالة كما يوجد ما يسمى بتجار الخيار المسجلين، والمتخصصين، ومسؤولي دفتر الأوامر أو ما يطلق عليهم أيضا سمسرة البورصة.

I. سمسرة الصالة: يضطلع سمسرة الصالة بتنفيذ الأوامر لصالح عملاء بيوت السمسرة، وقد يعمل السمسرة لحساب بيت سمسرة واحد كما قد يدفع له رسوم شراء المقعد الذي يحصل عليه على أرض البورصة، كما قد يدفع السمسار قيمة الرسم من أمواله الخاصة، وبالتالي يكون له الحق في تقديم الخدمة لأي بيت من بيوت السمسرة.

(1) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 28

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 593.

(3) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 29

(4) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء 3-الخيارات-، مرجع سابق، ص 34.

II. تجار الصالة: وهم الذين يتعاملون لحسابهم الخاص فقط، وذلك في محاولة لاغتنام فرصة وجود خيار يباع أو يشتري بقيمة أكبر أو أقل مما ينبغي ليحقق الأرباح

III. تاجر الخيار المسجل: يتعامل التاجر المسجل لحسابه الخاص، كما يمكن أن يمارس دور السمسار غير أنه غير مصرح له بممارسة نشاط المتخصصين. (1)

IV. المتخصصين: يتعامل كل متخصص في أسهم معينة وذلك من خلال قيامه بوظيفتين، فالوظيفة الأولى: هي وظيفة السمسار حيث يقوم المتخصص عادة بتلقي الأوامر التي يصدرها المستثمرين للسماسرة وذلك لكي يقوم بتنفيذها على أرض البورصة، وعادة يقوم السمسرة الذين يتلقون أوامر محددة، أو أوامر وقف والخسارة بإعطاء هذه الأوامر للمتخصص الذي يقوم بالاحتفاظ بها في دفتره حتى يصل السعر إلى المستوى المحدد والذي عنده يقوم المتخصص بتنفيذ الأوامر. في هذه الحالة يحصل المتخصص على جزء من العمولة التي يحصل عليها السمسار عند تنفيذ هذا النوع من الأوامر (2). أما الوظيفة الثانية للمتخصصين فهي وظيفة صانع السوق وفيها يقف على استعداد دائم لتنفيذ أوامر الشراء وأوامر البيع لحسابه الخاص بأسعار المعلنة. بما يضمن توفير سوق يتسم بالانتظام والعدالة، وهو ما يتطلب احتفاظه بمخزون كاف من تلك العقود حتى يمكنه تلبية أوامر الشراء، كما يتطلب وجود قدر من الأموال السائلة تكفي للاستجابة لأوامر البيع، وذلك عندما يستحيل تنفيذ تلك الأوامر من خلال دفتر الأوامر المحددة. (3)

ثالثا. تكلفة المعاملات وصور التعامل على عقود الخيارات

تناولنا في هذا الجزء موضوع تكلفة المعاملات في عقود الخيارات وصور التعاملات بين المستثمر والسماسرة.

I. تكلفة المعاملات: ويحصل السمسار على عمولة نتيجة التعامل في الخيار سواء كان بيع (تحرير أو شراء العقد)، وتحسب العمولة على أساس قيمة عقد الخيار وليس على قيمة الأسهم محل الخيار وعادة ما تكون أقل من تلك التي كان عليه دفعها لو انه تعامل في الأسهم مباشرة في السوق الحاضر. وهناك أربعة أنواع من تكلفة المعاملات وهي رسوم التسوية وصالة التداول، وعمولة السمسرة عند تنفيذ الأمر، وعمولة السمسرة عند تنفيذ العقد وهامش الربح الذي يحققه صانع السوق أو المتخصص. فبالنسبة إلى رسوم التسوية وصالة التداول فهي رسوم ضئيلة توزع بين مؤسسة التسوية OCC وشركة المقاصة التي تعمل إلى جانب المؤسسة، وطرف ثالث هو البورصة ذاتها. وهذه الرسوم هي جزء من العمولة التي يدفعها العميل للسمسار الذي سينفذ الأمر. أما إذا كان صانع السوق أو متخصص هو بائع أو مشتري

(1) المرجع السابق، ص ص 62، 63.

(2) سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 83

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء 3- الخيارات-، ص 63

العقد. فإنه يدفع العمولة مباشرة، كما يأخذ في الحسبان عند تحديد الهامش بين سعر الشراء وسعر البيع. هذا ويدخل الهامش الذي

يحصل عليه صانع السوق ضمن مكونات تكلفة المعاملات تنفيذ الأمر (1).

II. صور التعامل على عقود الخيار : يمكن التمييز بين أربعة صور للمتاجرة على عقود الخيارات:

المعاملات الافتتاحية، ومعاملات انتهاء صلاحية، ومعاملات التنفيذ ومعاملات الإقفال.

1. المعاملات الافتتاحية: يقصد بالمعاملات الافتتاحية تلك التي تنشأ مركزاً على عقد خيار لأول مرة ومن ثم فقد تكون:

أ. معاملة شراء افتتاحية: وهي معاملة تتضمن قرار ينشئ أو يضيف مركزاً طويلاً ويقصد فيه هنا شراء خيار على أصل ما.

ب. معاملة بيع افتتاحية: وهي معاملة تتضمن قرار ينشئ أو يضيف مركزاً قصيراً ويقصد فيه هنا تحرير (بيع) خيار على أصل ما. وتبدأ المعاملة الافتتاحية بأن يصدر المستثمر أو المضارب أمراً لأحد السماسرة الأعضاء في السوق لتنفيذه. وإذا لم يكن السماسر عضواً في السوق، فسوف يلجأ إلى أحد بيوت السمسرة من الأعضاء ليتولى المهمة نيابة عنه. أما أنواع الأوامر فلا تختلف في جوهرها عما يعرفه المتعاملون في الأسواق الحاضرة.

2. معاملة انتهاء صلاحية: يقصد بها عدم إجراء أي تصرف، إذا ما بلغ العقد تاريخ التنفيذ. إذن فهذا النوع من المعاملات يرتبط بالحالات التي تكون فيها قيمة العقد في تاريخ التنفيذ مساوية للصفر. أي عندما يكون سعر الأصل في السوق أقل من سعر التنفيذ في حالة خيار البيع، أو عندما يكون سعر الأصل أعلى من سعر التنفيذ في حالة خيار الشراء.

3. معاملة التنفيذ: يقصد بها إصدار المستثمر أمراً للسماسر بتنفيذ العقد على المحرر، وهو ما يقتضي قيام سمسار المشتري بإخطار شركات المقاصة التابعة لمؤسسة تسوية الخيارات بالرغبة في تنفيذ العقد.

4. معاملة إقفال البيع: إذا كان تنفيذ العقد هو أحد سبل تسوية مراكز المتعاملين، فإن هناك سبيل آخر يمكن اللجوء إليه هو معاملات الإقفال أي أخذ المستثمر لمركز عكسي، أي عكس المركز الذي أخذه في المعاملة الافتتاحية. هذا يعني أن هناك ما يسمى بمعاملة إقفال بيع (وذلك لإلغاء معاملة شراء افتتاحية بتحرير خيار مماثل)، معاملة إقفال شراء (وذلك لإلغاء معاملة بيع افتتاحية بشراء خيار مماثل) (2).

رابعا. دور مؤسسة تسوية الخيارات وآلية تداول عقود الخيار في الأسواق المنظمة : لقد سبق

وعرضنا سابقاً عن أعضاء أسواق الخيارات التي تشمل على مسؤولي دفتر الأوامر، صناع السوق، سمسرة الصالة وتجار الصالة. غير أن هناك عضواً خارجياً يلعب دوراً فعالاً في سوق عقود الخيارات

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 615

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء 3 - الخيارات -، مرجع سابق، ص ص [76، 78]

وهي مؤسسة تسوية الخيارات OCC. لذلك سنلقي الضوء على نشاطها ودورها في عملية تداول عقود الخيارات. كما سنتناول أيضا على كيفية تداول عقود الخيار في أسواق الخيارات المنظمة.

I. دور مؤسسة تسوية الخيارات Option Clearing Corporation OCC: تلعب مؤسسة

التسوية كعضو خارجي في أسواق الخيار دورا فعالا في تسوية الصفقات، والنشاطات التي تقوم فيها هذه المؤسسة، مسئوليتها عن إصدار الخيار، ومسئوليتها عن تنفيذ وتسوية الأوامر الصادرة عن المستثمرين.

1. إصدار عقود الخيار: تعتبر مؤسسة تسوية الخيارات هي الجهة المسؤولة عن إصدار عقود الخيار للشراء أو عقود خيار البيع، إذ تعد وسيطا بين المستثمرين والمحررين (1). ولا تعتبر المؤسسة المحرر الفعلي للعقد، بل كيان يوفر الثقة في التعامل عليه. فهي تقف بين الطرفين لتصبح وكأنها المحرر بالنسبة للمشتري، وأنها المشتري بالنسبة للمحرر، لتصبح العلاقة بذلك غير مباشرة بين طرفي العقد. فأي عقد يتداول في السوق، هو من وجهة نظر المؤسسة عقدين: عقد شراء من المؤسسة طرفه الآخر المشتري الأصلي، وعقد بيع للمؤسسة طرفه الآخر المحرر الأصلي، وفي ظل هذه العلاقة غير المباشرة يصبح مشتري العقد في أمان، ولا يهمله الوقوف على قدرة المحرر على الوفاء طالما أن المؤسسة قد حلت محله. والمؤسسة بدورها تؤمن مركزها، من خلال نظام الهامش.

ولا يعني إصدار العقد أن يوجد عقد فعل في يد المشتري، وان ما يحدث عملا هو قيام المؤسسة

التسوية بتسجيل كل عملية والمبالغ المالية التي تضمنتها في حساب أعضائها من السماسرة، بالمقابل يسجل كل سمسار حركة حساب عملائه إضافة أو خصما، أما إثبات الملكية فيتمثل في إخطار تأكيد تنفيذ الصفقة الذي يحصل عليه العميل، إضافة إلى كشوف الحسابات الدورية التي يتسلمها من السمسار المتعامل معه، وفي ظل هذه الترتيبات يسهل تنفيذ أوامر الشراء والبيع بسرعة ملحوظة ويزيد ذلك من سيولة أسواق الخيار (2). ومن الضروري تحديد نوع الأمر لخيار الشراء أو البيع مبينا السهم المختار، سعر وتاريخ التنفيذ وعدد العقود، كذلك يلزم تحديد نوع المعاملة ما إذا كانت معاملة افتتاح أي تسفر عن إيجاد مركز جديد أو معاملة إقفال فتعني إنهاء مركز سابق (3).

ويعزى نجاح التعامل في الخيارات دون شهادة ملكية، إلى حقيقة كون مؤسسة التسوية طرفا في كل عقد خيار يصدر في السوق. فهي الوحيدة التي من حقها إصدار عقد الخيار، وهي التي لديها مستند الملكية الأصلي المتمثل في تسجيل الخيار في حسابات أعضائها الذين أبرموا الصفقة في البورصة، هذا فضلا عن كونها ضامنة لكل بنود العقد، بل وأنها ملتزمة بتنفيذه (4).

(1) نظير رياض محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 432.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء 3 - الخيارات -، مرجع سابق، ص 67.

(3) نظير رياض محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 433.

(4) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 604.

2. تنفيذ وتسوية الأوامر: تعتبر مؤسسة التسوية OCC هي الضامنة والملزمة بتنفيذ العقود المسجلة لديها، وبذلك يتميز التعامل في ظل هذا النظام بالسهولة واليسر (1). ولتوضيح كيفية تسوية الأوامر أو الصفقات في سوق عقود الخيارات، سوف نفرض ثلاث مستثمرين هم (أ، ب، ج) قد أصدروا أوامر للسماسة الذين يتعاملون معهم لشراء عقود خيارات شراء على أسهم إحدى المنشآت بسعر التنفيذ قدره 100 دولار للسهم، وبالفعل تم تنفيذ الأوامر الثلاثة على عقود محررة من ثلاث مستثمرين آخرين (د، هـ، و). ولنفرض أن المستثمرين والمحررين ليس لهم مراكز عكسية سابقا على هذه العقود. فاننا أمام معاملات افتتاحية، تتمثل في ثلاث عقود مفتوح، يوضحها الجدول الموالي:

الجدول رقم(10): تنفيذ أوامر شراء وتحرير خيارات لعدد من المستثمرين

المستثمرين		المحررين	
الاسم	المركز	الاسم	المركز
أ	مفتوح	د	مفتوح
ب	مفتوح	هـ	مفتوح
ج	مفتوح	و	مفتوح

عدد العقود المفتوحة = 3

المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 607

والآن إذا قام أحد المستثمرين وليكن المستثمر أ ببيع العقد الذي يملكه إلى المستثمر س حينئذ تقوم مؤسسة التسوية بتحويل الملكية من المستثمر أ إلى س، وبذلك يكون المستثمر أ قد أبرم معاملة الإقفال. وطالما أن المسألة لم تخرج عن كونها إحلال مستثمر محل الآخر، فإن عدد العقود المفتوحة يظل ثلاثة. ولنفرض أن المستثمر ج قد قرر عرض العقد الذي يم لكه للبيع، وفي نفس الوقت قرر المستثمر هـ وهو أحد المحررين لعقد خيار على نفس السهم وبنفس السلسلة، أن يشتري العقد المعروض. هذا يعني أن مركز المستثمرين ج ، هـ قد أقفل، ويطلق على هذه المعاملة إقفال مركز بيع للمستثمر الأول ومعاملة إقفال شراء للثاني. وطالما أن أحد المشتريين قد أقفل مركزه وفي المقابل أحد المحررين أقفل مركزه، حينئذ ينخفض عدد العقود المفتوحة إلى عقدين.

أما الصورة الثالثة، لنفرض فيها أن المستثمر ب قد قرر تنفيذ خيار الشراء الذي يملكه، أخطر السمسار الذي يتعامل معه. في هذه الحالة سيقوم السمسار بإرسال إخطار تنفيذ لمؤسسة التسوية، لتقوم بدورها من خلال الحاسوب العشوائي لأحد السماسرة، الذي سبق أن أبرم عقود لبعض عملائه بوصفهم محررين، والذي يقوم بدوره باختيار عشوائي لواحد من عملائه لينفذ عليه العقد. ولو أن الاختيار

(1) نظير رياض محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 433.

العشوائي قد وقع على المستثمر د. ومنه من خلال هذه الصور سينتهي الموقف على النحو الموضح في الجدول رقم والذي ينطوي على بقاء عقد واحد.

الجدول رقم (11): تنفيذ أوامر الإقفال والتنفيذ

المحررين		المستثمرين	
المركز	الاسم	المركز	الاسم
اختير لتنفيذ الخيار	د	أقفل	أ
أقفل	هـ	نفذ عقد الخيار	ب
مفتوح	و	أقفل	جـ
		مفتوح	س

عدد العقود المفتوحة = 1

المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 610.

ومنه فيمكن لمشتريين أو المحررين من أن يفلوا مركزهم أو يتراجعوا عنها في أي وقت. فيمكن للمشتري أن يبيع الخيار إلى مستثمر آخر كما أن لمحرر الخيار أن يشتري خيارا مماثلا طالما أن كل ذلك سيسجل لدى مؤسسة التسوية. ومن ناحية أخرى يمك كل بيت سمسة حسابات مستقلة مقابلة لما يحدث لدى مؤسسة التسوية ومطابقة لها. ومن الضروري الإشارة إلى أن مؤسسة التسوية لا تمتلك الأسهم محل الخيار ولا تدفع من خزينتها نقودا ولكن وساطتها تؤمن التنفيذ بصرف النظر عن الأشخاص (1).

ثانيا. آلية تداول عقود الخيار في الأسواق المنظمة: بالرغم مما يبدو عليه آلية التداول من التعقيد، إلا أن أسسها بسيطة، وذلك أن شراء وبيع الخيارات يتشابه من حيث الأوامر المعطاة للوسطاء وقاعة التداول والتنفيذ وتأكيد تنفيذ تلك العمليات التي تتم في مجال بيع وشراء الأسهم وذاتها، أما الاختلاف الرئيسي فيكون في طريقة الإجراء المقاصة والتسويات التي تنشأ عن التعامل في كل منهما ومتطلبات الهامش. (2)

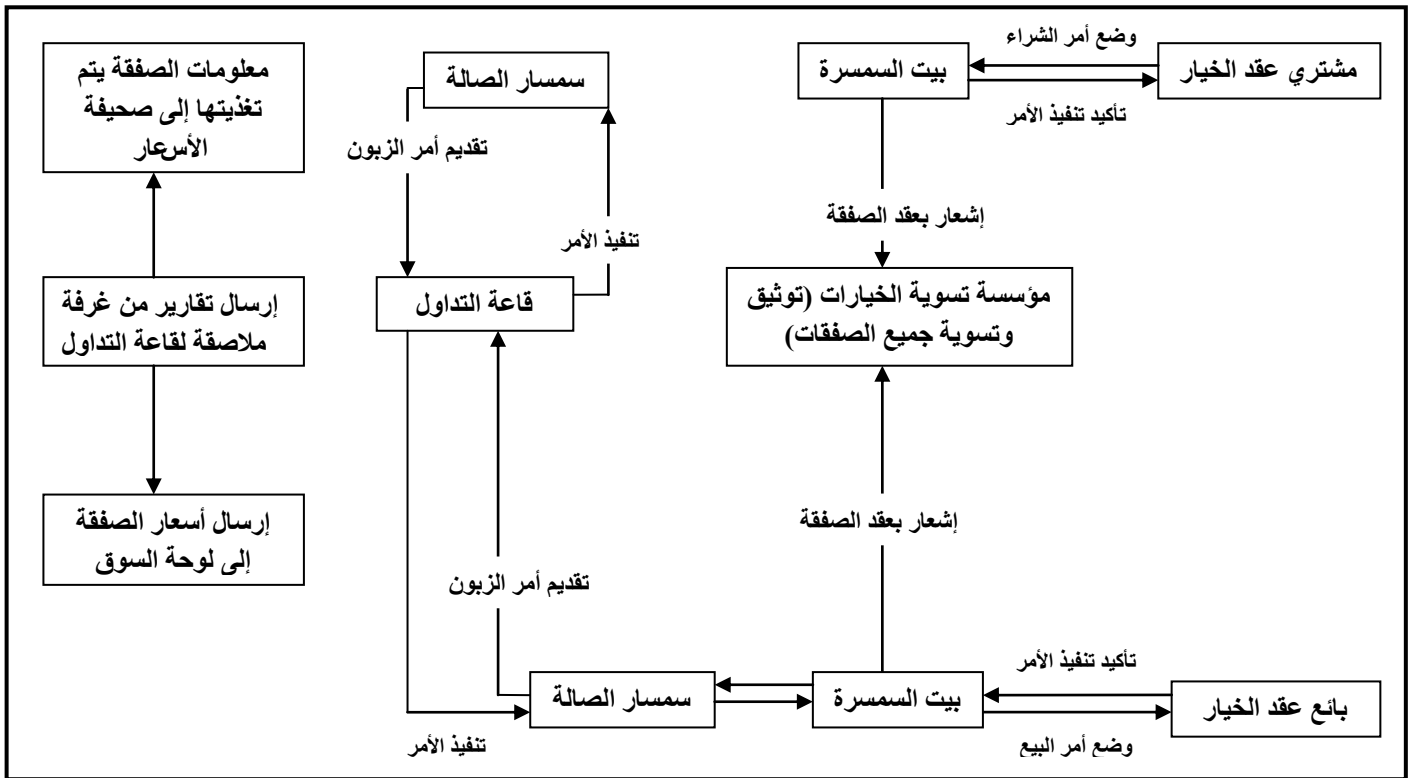
فعندما يقرر المستثمر التعامل في الخيارات، وقبل أن يصدر أمر الشراء أو بيع عقد الخيار، ينبغي عليه الاطلاع على المعلومات المتاحة عن السهم. وكذا أسعار العقود المبرمة عليه والتي عادة ما تكون منشورة في صحف المال والأعمال. وكما هو الحال في الأسواق الحاضرة، فمهما كان نوع الأمر فمن الضروري أن يحدد المستثمر نوع العقد، السهم محل التعاقد، سعر وتاريخ التنفيذ، وعدد العقود المراد شراؤها أو بيعها، وما إذا كان الأمر ينطوي على معاملة افتتاح أو معاملة إقفال، والسعر الذي يبدي العميل استعداد له لدفعه والفترة التي يمكن أن تكون فيها الأمر ساري المفعول. وبمجرد استلام السمسار

(1) المرجع السابق، ص 433.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 186.

لأمر، كما هو مبين في الشكل رقم (23)، فإنه يرسله بدوره إلى سمسار الصالة التي يتداول فيها هذا النوع من العقود، والذي يتوقع منه أن يشرع على الفور في التنفيذ ذ، ووفقا للنظام المعمول به في البورصة المعنية، والذي يتوقع منه أن يشرع على الفور في التنفيذ، ووفقا للنظام المعمول به في البورصة المعنية. حيث يدعى المتعاملين للاشتراك في مزاد، يعقده مسئول دفتر الأوامر، ويجري هذا المزاد بالمناداة على أن يكون الاتصال بين السماسرة البائعين والمشتريين أما شفاهية أو بإشارات منقح عليها(1). حيث يحاول سمسار الصالة أن ينفذ أمر المستثمر وذلك بأن يشيع أعلى سعر يرغب المستثمر بشراء الخيار به مستخدما أسلوب المناداة وحركات خاصة باليد يفهما سماسرة الصالة الآخرون والذين قد يكون احدهم يرغب في تنفيذ أمر مستثمر آخر في البيع وي طرح أدنى سعر يرغب ذلك المستثمر ببيع الخيار له. وعند هذه النقطة قد يتواصلان إلى اتفاق على مبلغ العلاوة وبذلك ينعقد العقد بينهما. ويكتب كل سمسار صالة على نموذج خاص ببيانات الصفقة ويمرر هذا النموذج إلى موظف يرسلها إلى مؤسسة تسوية الخيارات لتوثيقها. (2)

الشكل رقم(23): مسار صفقة الخيارات في سوق منظم



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 187.

كما هناك طريقة أخرى للاتصال بين المشتري والمحرر، ففي المزاد العلني يتم تجميع أوامر الشراء وأوامر البيع ثم مقابلتها وذلك على أساس السعر الذي عنده يكون عدد الأوامر غير المنفذ أقل ما

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء 3 - الخيارات، مرجع سابق، ص 73، 74.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 187.

يمكن. ومن المتوقع بالطبع أن يعقد أكثر من مزاد في اليوم الواحد. وإلى جانب نظام المناذاة هناك نظام التداول المستمر، الذي فيه تأتي أوامر الشراء وأوامر البيع في أوقات متباينة، حيث يدخل الأمر إلى دفتر الأوامر على أمل مقابله مع أمر آخر مقيد بالدفتر.

وطريقة أخرى، وفيها يمكن لسمسار الصالة التعامل من خلال صناع السوق، الذين يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص، وهذه الطريقة تعتبر الملاذ الأخير، إذ من المفترض أن يلجأ سمسار الصالة أولاً إلى سماسرة صالة آخرون أو إلى مسئول دفتر الأوامر (1). وفي الوقت ذاته تغذي البيانات الصفقة المبرمة إلى لوحة أسعار السوق وإلى النشرات المالية المتخصصة.

وعندما تستلم مؤسسة تسوية الخيارات OCC بيانات الصفقة، فإنها تقوم بإنفاص عدد الخيارات المثيلة والمسجلة لديها في رصيد السمسار البائع بعدد الخيارات المباعة وإضافة العدد نفسه لرصيد المشتري وحساب سمسار البائع وإنفاص الرصيد النقدي لسمسار المشتري بنفس المبلغ. ويتضح مما سبق أن العقود الموثقة في سجلات مؤسسة تسوية الخيارات هي عقود بين السماسرة ومؤسسة التسوية، ولا توجد أية علاقة بين مؤسسة التسوية والمستثمرين وإنما العلاقة التعاقدية هي بين المستثمرين وبيوت السمسرة حيث تربطهما اتفاقية الزبون وهي عقد قانوني يحدد فيها كافة الشروط المتعلقة بالعقود وكذلك تحدد فيها مبلغ الهامش وأية رسوم أخرى.

الفرع الثاني: استخدامات عقود الخيار

استخدمت الخيارات أول مرة للتحوط من مخاطر المختلفة، ولكن تطورت بعدها وتعددت استخداماتها وأصبحت كأداة للمضاربة والمراجعة أيضاً وهذا ما سنتطرق إليه في هذا الجزء.

أولاً. استخدامات عقود خيار للتحوط: التحوط وهو الجمع بين الورقة المالية وعقد خيارها وهي طريقة تحمي واحدة ضد خسارة أخرى. وتستعمل إستراتيجية الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار الموجودات داخل المحفظة الاستثمارية إذ أنه عندما يتوقع المستثمرون حدوث مثل هذه الانخفاضات يلجؤون مثلاً إلى إحدى استراتيجيات التحوط عن طريق شراء خيارات البيع بموجب سعر تنفيذ معين بعد أن يدفعوا لمعدي الخيارات العلاوة المحددة بموجب العقد وبذلك يضمنون عدم تجاوز الخسارة حداً معيناً والتي تتمثل عادة بالفرق بين سعر الموجود في السوق بتاريخ العقد، وسعر التنفيذ المحدد بحسب شروط العقد (2)

والتحوط الذي يجمع بين المركز الطويل في الأوراق المالية مع المركز الطويل في عقود خيار البيع تسمى التغطية بخيار البيع (protective put). والتحوط الذي يجمع بين المركز الطويل للأوراق المالية مع المركز القصير لعقود خيار الشراء تسمى خيار الشراء المغطاة (covered call). وتعتبر الاستراتيجية الثانية الأكثر شيوعاً التي تستخدم من قبل المستثمرين، وتعتبر كلا الاستراتيجيتين دفاعية:

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء 3 - الخيارات، مرجع سابق، ص 74.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 281.

فالمستثمر يملك الأسهم في كلتا الحالتين فهو بذلك يضمن الحد الأدنى لقيمة المحفظة . والتحوط العكسي هو التحوط في الاتجاه المعاكس مثل مركز قصيرة في الأوراق المالية جنبا إلى جنب مع خيار بيع أو شراء خيار الشراء. (1)

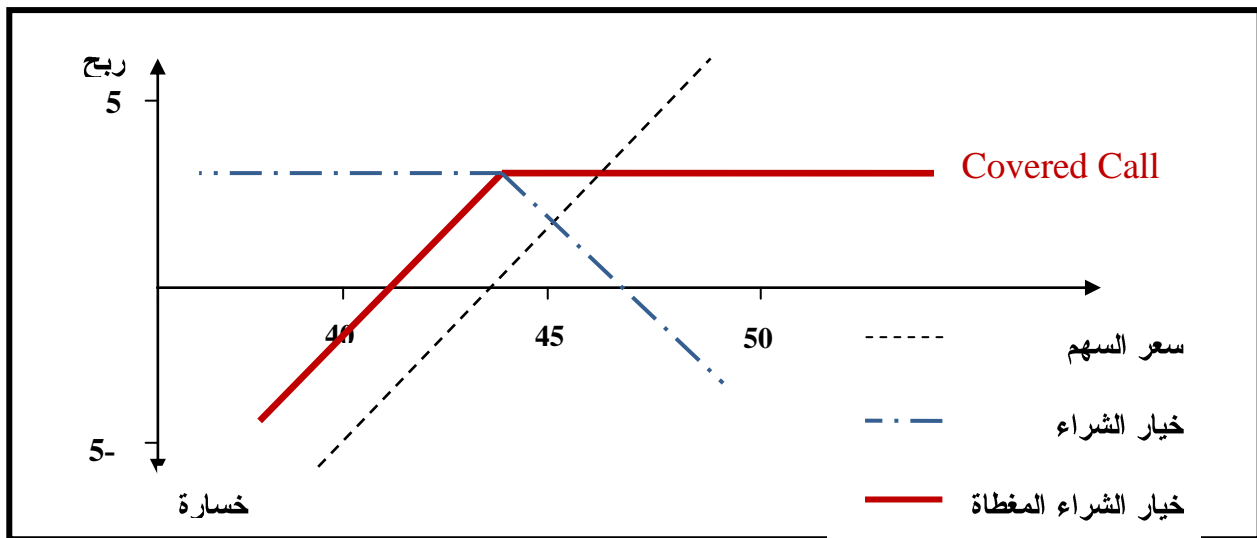
I. استخدامات بيع عقود خيار الشراء (خيار الشراء المغطاة covered call): تعمل إستراتيجية خيار الشراء المغطاة على مراكز سهم معين عن طريق بيع خيارات الشراء على هذه المراكز، إذ يتم بيع خيارات الشراء أو يأخذ المركز القصير على خيار الشراء للأداة المالية (2). لنأخذ المثال التالي: لنفرض أن مستثمر اشترى 100 سهم بقيمة \$43,50 للسهم، بعدها قام بتحرير عقد خيار الشراء بسعر ممارسة للسهم \$45 بقيمة \$2,30. ويوضح الجدول التالي مختلف الأسعار التي قد يكون عليها السهم في تاريخ التنفيذ

الجدول رقم (12): مجموعة من سيناريوهات لأسعار السهم في تاريخ التنفيذ

مجموع العمليتين	نتيجة المركز القصير لخيار الشراء (ربح/خسارة)	نتيجة المركز الطويل للسهم (ربح/خسارة)	سعر السهم (\$)
3,80	(7,70)	11,50	55
3,80	(2,70)	6,50	50
3,80	2,30	1,50	45
(1,20)	2,30	(3,50)	40
(6,20)	2,30	(8,50)	35

Source: James B. Bittman, **Covered Calls and Income Strategies**, Options Industry Council OIC, p 17

الشكل رقم (24): منحنى بياني يوضح ربح/خسارة عقود خيار الشراء المغطاة



(1) Yuh-Dauh Lyuu, Op. Cit, p 80.

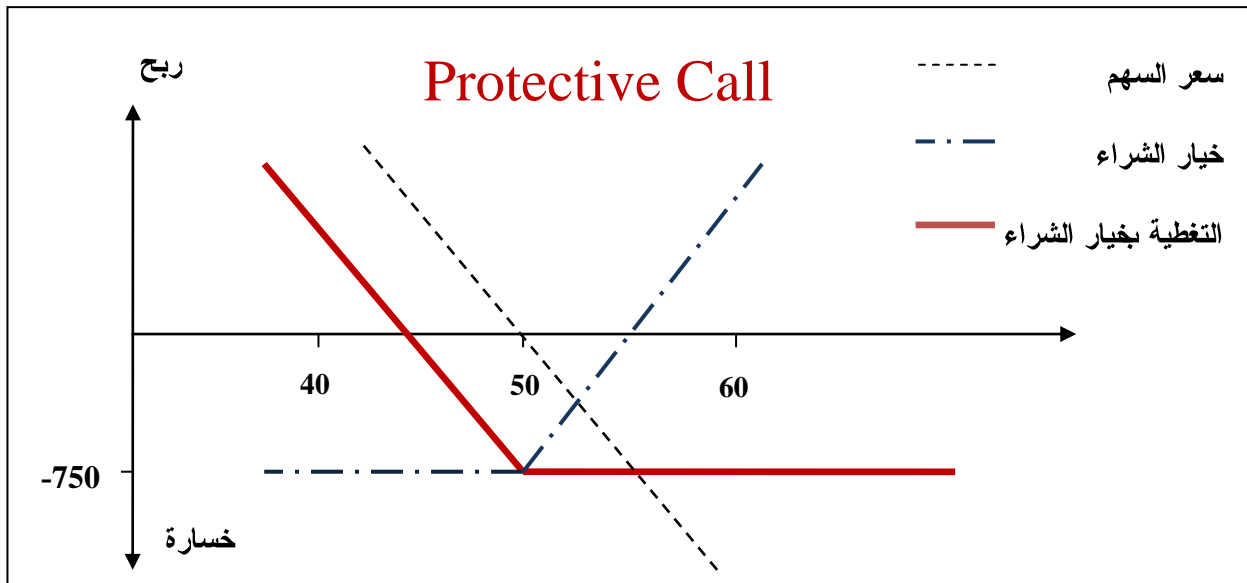
(2) Daniel Girgis, **Covered call strategy: generating passive income from a buy-hold portfolio**, Thomson Reuters, February 2012, p 2.

Source: James B. Bittman, Op. Cit, p 18

- الأرباح محدودة: العلاوة المستلمة + الفرق (بين سعر الممارسة وسعر شراء أسهم).
- إمكانية الربح في نهاية التغطية: جميع المكاسب عمل + العلاوة المستلمة
- خطر الأوراق المالية: تحدث خسائر في حالة انخفاض سعر السهم أقل من نقطة التعادل، ونقطة التعادل هي (سعر الممارسة - قيمة العلاوة) (1)

II. استخدامات شراء عقود خيار الشراء (التغطية بخيار الشراء protective call): يمكن استخدام عقود خيار الشراء كأداة للتحوط من مخاطر ارتفاع أسعار الأصول مستقبلاً مع الاحتفاظ بحقه في اختيار التنفيذ أو عدم التنفيذ (2). ويمكن توضيح ذلك بفرض أن شخص يرغب في شراء 500 سهم من أسهم شركة معينة، تبلغ قيمتها السوقية في الوقت الحاضر 50 دج للسهم الواحد، ولكنه لا يملك المال الكافي لشراء تلك الأسهم في هذا الوقت، وإنما ينتظر دخلاً مالياً بعد ستة أشهر مثلاً، إما أجرة لبيت يملكه، أو ثمناً لسلعة باعها، أو غير ذلك، ولكنه يخشى ارتفاع أسعار تلك الأسهم في ذلك الوقت، لذا فإنه اشترى خيار الشراء يعطيه الحق في شراء هذه الأسهم بعد ستة أشهر بالسعر الجاري أو قريب منه، وليكن 50 دج، وقد دفع ثمناً لذلك الحق 1,5 دج عن السهم الواحد (أي 750 لكل الأسهم). فإذا حل الأجل وحدث ما خشيته بأن سيرتفع سعر السهم إلى أعلى من سعر التنفيذ الخيار، ويشتري هذه الأسهم بسعر التنفيذ المتفق عليه بدلاً من شرائه من السوق بالسعر المرتفع، أما لو انخفضت الأسعار، فإنه لن ينفذ الخيار، وسيفضل شراء الأسهم من السوق بالسعر المنخفض، محتملاً الخسارة المتمثلة في ثمن عقد الخيار الذي دفعه للمحرر. (3)

الشكل رقم (25): منحني بياني يوضح ربح/خسارة عقود التغطية بخيار الشراء



(1) James B. Bittman, **Covered Calls and Income Strategies**, Options Industry Council, p16

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 175.

(3) مبارك بن سليمان آل محمد بن سليمان، مرجع سابق، ص ص 1021، 1022.

Source: The Protective Call / Synthetic Put Strategy, Bonus Report 6 by options university, p 4, sur le site: www.options-university.com; le : 26/ 05 / 2013, à 20 :37

من خلال ما سبق ومن المنحنى نستنتج النقاط التالية(1):

- الأرباح = غير محدود
- الأرباح المحتملة = سعر الممارسة - العلاوة المدفوعة
- الخسارة: تكون محدودة (السعر الممارسة - (أسعار الأوراق المالية+المكافأة المدفوعة))
- أقصى خسارة = قيمة المكافأة
- نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة المدفوعة

III. استخدامات شراء عقود خيار البيع (التغطية بخيار البيع protective put): غالبا ما تواجه

أصحاب الأسهم أو محافظ الأسهم مشقة حول حركة سوق الأوراق المالية، فإذا شعر بأن أسعار الأسهم سوف تنخفض في المستقبل، فعليه حماية محفظته من هذا الانخفاض المحتمل وذلك لتراجع السوق بشراء تأمين باستخدام خيارات البيع.

ويمكن تنفيذ خيارات الأسهم والمؤشر بسهولة للحصول على تأمين ضد هبوط السوق. وتعتبر

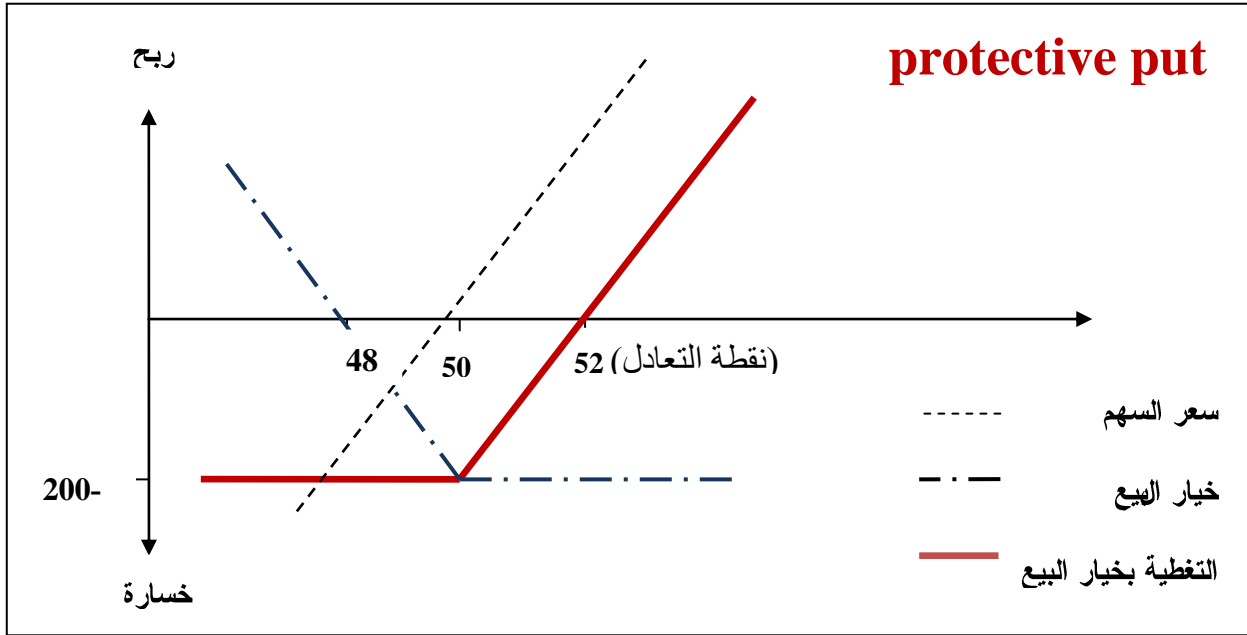
الفكرة بسيطة لحماية قيمة محفظتك من الوقوع تحت مستوى معين، بشراء العدد الصحيح من خيارات البيع مع سعر ممارسة الحق. فإذا كان يشعر بالقلق حول قيمة سهم معين الذي يملكه، ما عليه سوى شراء خيارات البيع على ذلك السهم. أما إذا كان يشعر بالقلق حول محفظة شاملة، فعليه شراء عقود خيار البيع على المؤشر. فعندما ينخفض سعر السهم (أو المحفظة) الذي يملكه سوف يفقد قيمته من جهة، وخيار البيع على ذات السهم (خيار المؤشر) سيقوم برفع قيمته من جهة أخرى. وتعتبر تغطية محفظة باستخدام خيارات البيع ذات أهمية خاصة لصناديق الاستثمار الذين يملكون محافظ متنوعة فعن طريق شراء خيارات البيع، يمكن للصندوق الحد من الخسائر في حالة انخفاض السوق. (2)

لنفرض وجود تاجر يملك 100 سهم ويتم تداوله في السوق بسعر \$50، وتتم تنفيذ إستراتيجية التغطية باستخدام خيار البيع من خلال شراء خيار البيع \$50 بسعر \$ 200 لضمان سعر الأوراق المالية من الانخفاض المحتمل.

(1) www.theoptionguide.com/protective-call.aspx ; le : 26/ 05 / 2013, à 20 :46

(2) Derivatives Market (Dealers) Module, Op. Cit, p 40.

الشكل رقم (26): منحنى بياني يوضح ربح/خسارة استراتيجية التغطية بعقود خيار البيع



Source: theooptionguide.com/protective-put.aspx ; le : 26/ 05 / 2013, à 22 :42

من خلال ما سبق ومن المنحنى نستنتج النقاط التالية(1):

- الأرباح = غير محدود
- الخسارة: تكون محدودة (السعر شراء الأصول - (سعر الممارسة + المكافأة المدفوعة))
- أقصى خسارة = قيمة المكافأة
- نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة المدفوعة

IV. استخدامات بيع عقود خيار البيع (خيار البيع المغطاة covered put): (المركز القصير في

السهم ومركز قصير في خيار البيع) وتعمل إستراتيجية خيار البيع المغطاة بنفس طريقة إستراتيجية خيار الشراء المغطاة إلا أنه بدل الموقف الطويل في إستراتيجية خيار الشراء سيكون موقفه قصير (بيع الأوراق المالية)، وهي إستراتيجية للتغطية وذلك عندما يتوقع المستثمر انخفاض سعر الأصل المالي، ويترتب عليه التزاما بشراء الأسهم مرة أخرى بسعر ممارسة خيار البيع. فعندما تنخفض سعر الأوراق المالية، سيكسب بذلك قيمة المكافأة التي دفعها مشتري العقد، أما إذا ارتفع سعر الأصل محل العقد فسيحتفظ المستثمر قيمة العقد إلا أنه سيدفع الفرق بين قيمة التنفيذ وسعر الأصل المالي الموجود في السوق. لذا قد يتحمل خسارة كلما ارتفع سعر الأصل المالي(2). لنفرض وجود مستثمر قام بإستراتيجية خيار البيع المغطاة سعر السهم 24,67 دولار أما قيمة المكافأة فهي 1,90 دولار.

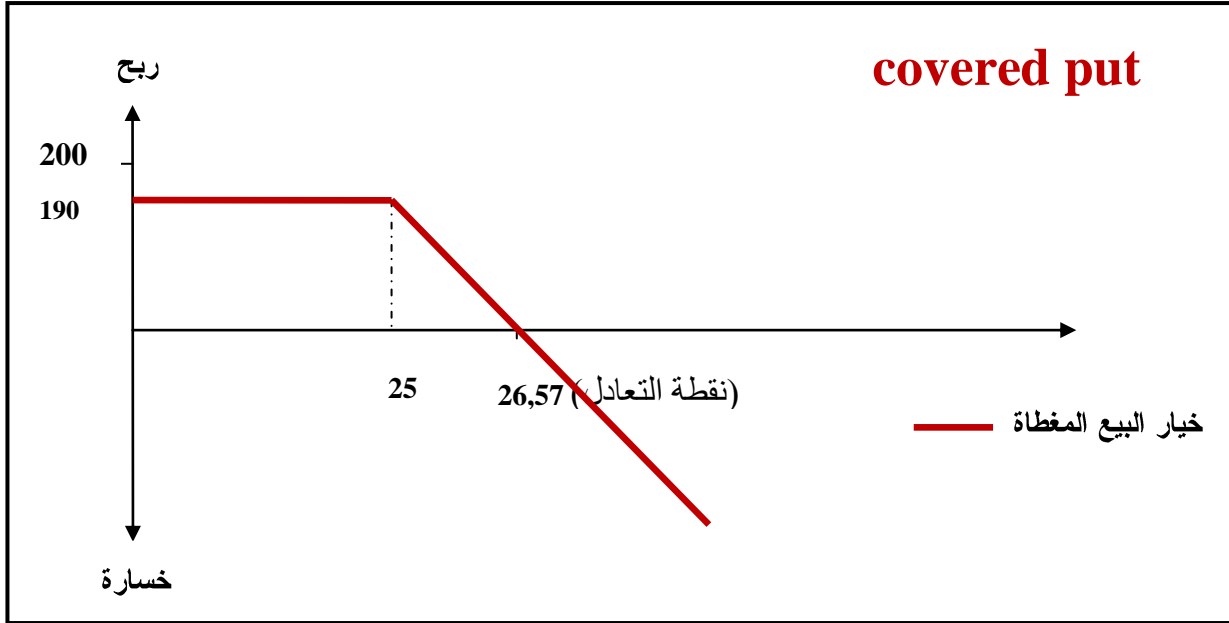
(1) www.theoptionguide.com/protective-put.aspx ; le : 26/ 05 / 2013, à 22 :42

(2) G. A. Barnaby, **Selling Covered Puts**, K- State Research and Extension, Kansas State University, Manhattan, February 29, 2012, p4

$$\text{نقطة التعادل} = \text{سعر السهم} + \text{قيمة الخيار} = \$26,57$$

$$\text{الأرباح} = \text{سعر السهم} - \text{سعر الممارسة} + \text{قيمة الخيار} = \$1,57^{(1)}$$

الشكل رقم (27): منحنى بياني يوضح ربح/خسارة استراتيجية خيار البيع المغطاة



Source: Derivatives Market (Dealers) Module, Op. Cit, p 38.

نستطيع استنتاج من خلال ما سبق ومن المنحنى النقاط التالية(2):

- الأرباح = محدود بالعلو المستلمة + الفرق (إن وجدت) بين سعر الممارسة وسعر البيع للسهم
- أقصى خسارة: تكون كبيرة وغير محدودة (ويحدث إذا ارتفع سعر السهم بشكل حاد)
- الخسارة = سعر الممارسة - قيمة الأوراق المالية - قيمة المكافأة
- نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلو المدفوعة

ثانياً. استخدامات عقود خيار للمضاربة: وتستخدم هنا للاستفادة من تغير في أسعار الأصول المالية، هناك أوقات عندما يعتقد المستثمرين أن الأسعار تسير في الارتفاع (الانخفاض). كيف يمكن للمرء تنفيذ إستراتيجية التداول للاستفادة من الحركة الصعودية للأصول المالية؟ باستخدام الخيارات هناك طريقتان يمكن للمرء القيام بها:

- شراء خيارات الشراء (بيع خيارات الشراء)؛ أو

- بيع خيارات البيع (شراء خيارات البيع) (1)

(1) www.poweropt.com/cphelp.asp ; le : 28/05/2013, à 21:32

(2) www.theoptionsguide.com/covered-put-writing.aspx ; le : 28/05/2013, à 22:51

I. استخدامات عقود خيار الشراء: حيث لا يكون غرض مشتري الخيار تملك الأصل المالي، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار، وتحقيق الربح من وراء ذلك، وذلك باستعمال حقه في الخيار عندما تتحقق توقعاته بارتفاع أسعارها إلى أكثر من سعر التنفيذ، فيشتري الأصل المالي بالسعر المنخفض المنفق عليه، ويبيعهها بالسعر الأعلى، ليربح الفرق بين السعرين.

لنفرض أن مستثمر في 2013/1/1 اشترى عقد خيار المشتري بالشروط التالية:

- عدد الأسهم المشمولة بالعقد 200 سهم.
- سعر التنفيذ \$ 40 / سهم.
- تاريخ التنفيذ 31 مارس 2013.
- العلاوة \$ 3 / سهم.

⇐ إذا ارتفع السعر السوقي للسهم إلى \$ 50، حيث أن السعر السوقي للسهم يتجاوز سعر التنفيذ، إذن يكون من مصلحة المشتري أن يمارس حقه في تنفيذ العقد بأن يطلب من محرر الخيار إما تقديم 200 سهم له بسعر يعادل سعر التنفيذ وهو \$ 40 ليقوم بدوره بعد ذلك ببيعها في السوق المالي الحاضر بمبلغ \$ 50 للسهم. أو أن يقوم عوضاً عن ذلك وهو الأكثر شيوعاً بطلب إجراء تسوية نقدية مع محرر الخيار وذلك عن طريق السمسار وفي هذه الحالة تتم التسوية بين المستثمر مشتري الخيار ومحرر الخيار على النحو التالي:

$$200 (50 - 40) = 2000 \$$$

$$\text{أما ربحية المستثمر} = 2000 = 200 \times 3 - 1400 \$$$

وسيكون قيمة الخسارة التي تلحق بالطرف الثاني وهو محرر الخيار مساوية تماماً للربح الذي حققه الطرف الأول مشتري الخيار أي \$ 1400.

⇐ أما إذا انخفض السعر السوقي للسهم إلى \$ 35. هنا وحيث أن السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ أقل من سعر التنفيذ. إذن فليس من مصلحة مشتري الخيار (المستثمر) أن يمارس حقه في تنفيذ عقد الخيار. وعلى هذا الأساس عليه الامتناع عن تنفيذ عقد الخيار والاكتماء بالتضحية بالطلاوة التي كان قد دفعها للمحرر. وعلى هذا الأساس تكون نتيجة صافي الخسارة تعادل العلاوة المدفوعة أي:

$$200 \times 3 = 600 \$$$

بينما سيحقق البائع بالمقابل صافي ربح بنفس المقدار أي \$ 600 ممثلاً بقسمة العلاوة غير المستردة التي سبق وأن حصل عليها من مشتري الخيار (2).

II. استخدامات عقود خيار البيع: حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق البيع إذا ما تحققت

توقعاته وانخفضت الأسعار في السوق بأعلى من سعر التنفيذ. وبالمقابل في هذه الحالة لا يملك الأصول التي سوف تباع إذا مارس حقه في البيع، وإنما هو يضارب على ارتفاع سعر عقد الخيار أو الاستفادة من فرق سعر التنفيذ مع سعر السوق إذا ما تحققت توقعاته. (1)

لنفرض أنه لو كان سعر الصرف الحالي بين الدولار والمارك هو 1,55 لكل دولار، وتوقع أحد المضاربين انخفاض سعر الدولار مقابل المارك خلال الأشهر القادمة، فاشترى خيار بيع يخوله بيع 500000 \$ بسعر التنفيذ قدره 1,53 مارك لكل \$ خلال ثلاثة أشهر، ودفع ثمناً لخيار قدره 0,015 مارك لكل \$ أي ثمناً إجمالياً قدره 4500 مارك (0,015 x 500000).

فلو تحققت توقعاته وانخفض سعر صرف الدولار إلى 1,48 مارك لكل دولار فسوف يقوم المشتري بتنفيذ عقد الخيار، وذلك بسعر 500000 دولار بـ 765000 مارك (1,48 x 500000)، ويربح الفرق بين السعرين (765000 - 840000 = 25000 مارك).

أما لو ارتفع سعر الصرف إلى 1,56 مارك لكل دولار مثلاً فإن مشتري عقد خيار البيع لن يقوم بتنفيذ العقد، لأن ذلك سيضاعف من خسارته إذا نفذ العقد وستنحصر الخسارة في قيمة العلاوة وهي 7500 مارك. (2)

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 149.

(2) مبارك بن سليمان آل محمد بن سليمان، مرجع سابق، ص 1024.

المبحث الثالث: عقود المبادلات Swaps

ويطلق عليها أيضا عقود المقايضة، وهي إحدى أدوات إدارة المخاطر، ويمكن إرجاع منشأة هذه العقود إلى عام 1970 ولكن أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة حدث عام 1981، ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه العقود في السوق بسرعة. وهذا ما سنبينه في هذا المطلب من ماهية هذه العقود، أنواعها وأهم استخداماتها.

المطلب الأول: ماهية عقود المبادلة

يتطرق هذا المطلب إلى تعريف عقود المبادلة وأهم مميزاتها التي جعلت من سوقها واحدة من أكبر الأسواق وأعمقها وأكثرها سيولة في العالم.

الفرع الأول. تعريف عقود المبادلات

عقود المبادلة هي تلك العقود المالية التي يلزم فيها كل طرف في العقد تبادل مجموعة من المدفوعات (ليست الموجودات) التي يملكها بمجموعة أخرى من المدفوعات التي يملكها طرف آخر (1). كما يمكننا تعريفها بأنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة في مستقبل ومحددة، وتسمى الأطراف التي توافق على التبادل باسم الأطراف المتقابلة (2). وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...) (3). وتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح والخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية.

وترتبط التدفقات النقدية التي تدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان من عقود المبادلة، **مبادلة العملات** التي تنطوي على تبادل مجموعة من المدفوعات بعملة واحدة لمجموعة من المدفوعات بعملة أخرى، **ومبادلة معدل الفائدة** وتنطوي هي الأخرى على تبادل مجموعة من مدفوعات لسعر الفائدة لمجموعة أخرى من مدفوعات الفائدة، وتكون مقومة بالعملة ذاتها (4). والمخطط الموالي -شكل رقم (24)- يوضح أهم أنواع العقود المبادلة

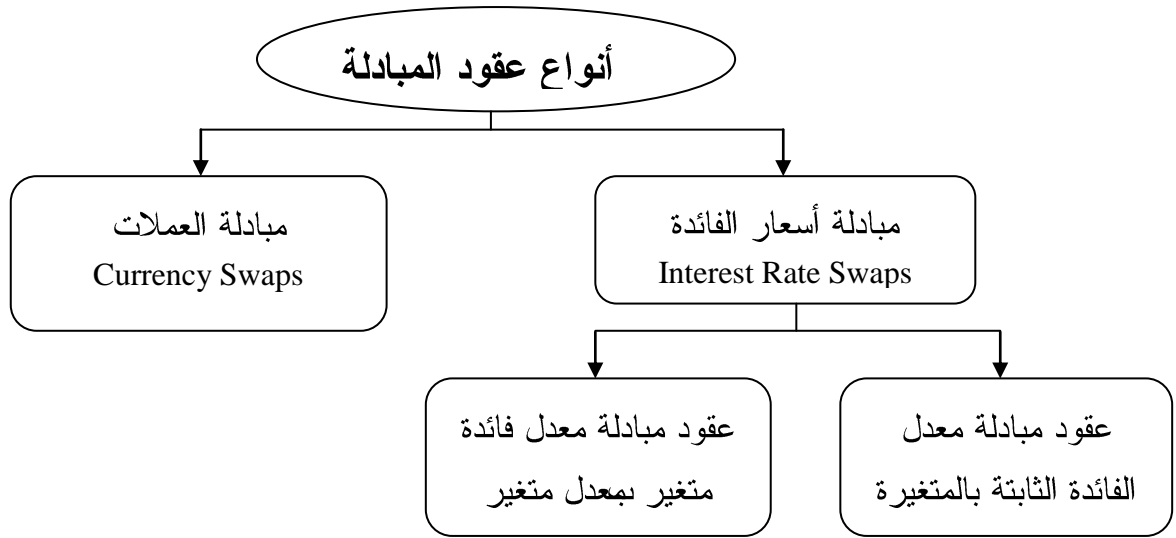
(1) Frederic Mishkin, Op. Cit , p327

(2) Gaurav Dhingra, Op. Cit , p 980

(3) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 199.

(4) Frederic Mishkin, Op. Cit , p327

الشكل رقم(28): يوضح أهم أنواع العقود المبادلة



المصدر: من إعداد الطالبة

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:

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

عقود المبادلة لا تنطوي عادة على الدفع مقدما من طرف واحد إلى آخر . وبالتالي، فالمبادلة لها قيمة مساوية للصفر في البداية، وهذا ما يعني أن القيمة الحالية لتياري المدفوعات متساوية. ويطلق على تاريخ الدفع بتاريخ التسوية، كما تسمى الفترة بين تواريخ التسوية بفترة التسوية . وتعتبر عقود المبادلة عقود شخصية، لذا فهي تعتبر من المشتقات OTC، لذا فإن الطرفين عادة ما يكون عبارة عن تجار، فقد يكون أحد الأطراف تاجر والأخر عميل له، فربما يكون شركة، صندوق التقاعد، صناديق التحوط، أو أي هيئة أخرى. لذا فإنها تتميز بعدة مخاطر من الطرف المقابل، لذا فالتجار عادة ما يتم تغطية لتلك المخاطر بالقيام بالأنواع الأخرى من الصفقات، والتي يمكن أن تكون عقود المستقبلية أو الخيارات أو غيرها من العقود(1).

الفرع الثاني: أسواق المبادلات

(1) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 406.

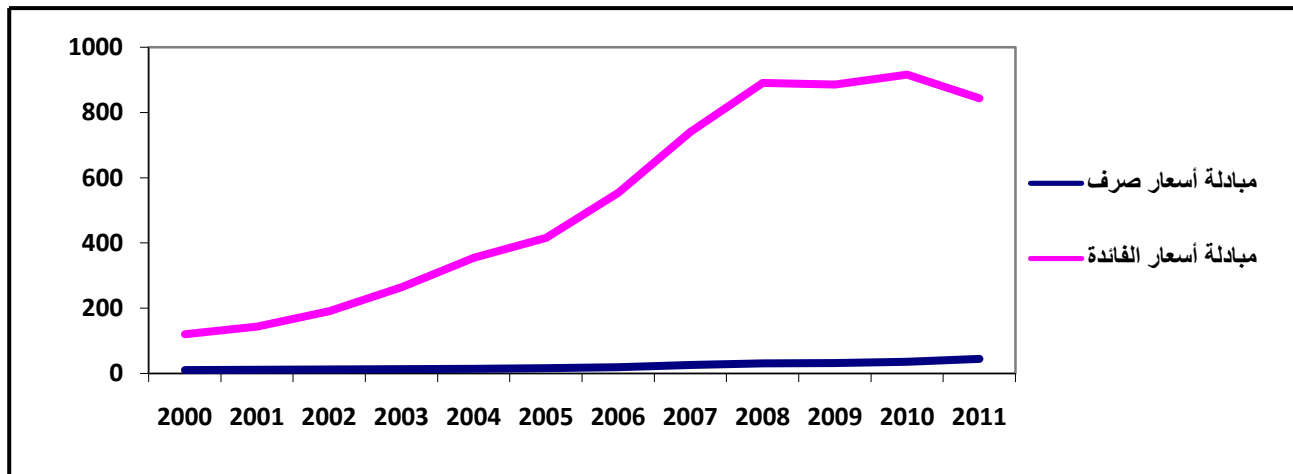
يمكن إرجاع منشأ عقود المبادلات إلى عام 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية. أما أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة فقد حدث في عام 1981 نتيجة اتفاق بين شركة IBM و World Bank ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق بسرعة(1).

وقد كانت عقود المبادلة إحدى أعظم قصص النجاح في الأسواق المالية من 1980 و 1990. فمبادلات معدلات الفائدة، على سبيل المثال، تستخدم على نطاق واسع من قبل الشركات لإدارة مخاطر أسعار الفائدة، كما سنرى فيما بعد، والشركات في الكثير من الأحيان تقوم بتحويل سعر فائدة القروض العائمة إلى سعر فائدة ثابت باستخدام مبادلات أسعار الفائدة(2). كما يتم تخصيص هذه العقود حسب الحاجة وهي ليست موحدة، لذا تعتبر أسواق العقود المبادلة من أسواق OTC، ويعني ذلك أنه لا يتم تداولها بسهولة مثل العقود المستقبلية والخيارات. ومع ذلك، هذا لا يعني أن عقود المبادلة أدوات غير سائلة، بل على العكس تماماً. فأسواق المبادلة واحدة من أكبر الأسواق وأعمقها وأكثرها سيولة في العالم، وبها العديد من المشاركين على استعداد في معظم الحالات لاتخاذ أي طرف في العقد إما من أجل التحوط أو للمضاربة. وتستخدم عقود مبادلة العملة أقل بكثير من عقود تبادل أسعار الفائدة، لكنها لا تزال أدوات هامة لإدارة مخاطر العملات(3). ويوضح المنحنى البياني التالي مقدار عقود المبادلات المتداولة خلال الفترة من 2000 إلى غاية 2011.

الشكل رقم (29): منحنى بياني يوضح حجم تداول عقود مبادلة أسعار الفائدة ومبادلة أسعار

الصرف

القيمة بليون دولار



(1) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 199.

(2) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 407.

(3) An In-Depth Look At The Swap Market, June 23 2011, sur le site :

investopedia.com/articles/trading/11/introduction-swap-market.asp; le : 28/05/2013, à 22:51

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام إحصائيات بنك التسويات الدولية BIS

ونلاحظ من المنحنى الحجم الهائل لعقود فقد نمت بسرعة كبيرة فلنضرب المقارنة من سنة 2000 فقد كانت قيمة العقود 131 بليون دولار أما سنة 2010 فقد كانت قيمتها 952 بليون دولار أي تضاعفت أكثر من سبعة مرات. كما نلاحظ الفرق الشاسع بين تداول عقود مبادلة أسعار الفائدة وأسعار الصرف، ففي سنة 2008 كانت عقود مبادلات أسعار الفائدة تمثل نسبة 97% من عقود المبادلات، أما النسبة الباقية وقدرها 3% فقد كانت لعقود العملات.

الفرع الثالث. مميزات عقود المبادلة

هناك عدة أسباب لاستخدام هذا الكم الهائل عقود المبادلات ومن أبرزها(1):

- الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين
 - كما أنها منخفضة التكلفة
 - تعتبر أداة لإدارة المخاطر والتحوط، ولاسيما مخاطر تغير أسعار الفائدة ومعدلات صرف العملات الأجنبية وذلك ما سنراه لاحقا
 - وهي تتميز بمرونة عالية، فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فتستطيع أن تصدر سندات سعر فائدة معوم وإذا ما شعرت بالخطر فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.
 - ولعقود المبادلة عدة خصائص التي تتصف بها ومن أهم هذه الخصائص هي:
 - عقود ملزمة للطرفين.
 - وهي عقود غير نمطية، وإنما تفصل حسب رغبة الزبون، لذا يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
 - يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي العقد.
 - كما أنها تركز على تبادل التدفقات في اغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
 - وتوفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
 - لا تتضمن دفع العلاوات. (2)
- ولكن وبالرغم من ذلك فهي كغيرها من المشتقات المالية لها مجموعة من المزايا وتتصف بمجموعة ممن العيوب، ويمكننا توضيح ذلك من الجدول رقم (13).

الجدول رقم (13): مزايا وعيوب عقود المبادلة

المزايا	العيوب
- تحقق هيكل اقتراض بالكلف المرغوبة	- لا تخضع لرقابة السوق المنظم
- تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة	- تتطوي على مخاطر ائتمانية

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 239، 240.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 91.

كبيرة	- يمكن استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة
- يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها	- وأسعار صرف العملات الأجنبية
- تكون في بعض الأحيان معقدة	- تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين
	- لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها.

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 92.

المطلب الثاني: مبادلة أسعار الفائدة

عقود أسعار الفائدة واحدة من أنواع عقود المبادلة يحدث فيها تبادل مدفوعات أسعار الفائدة.

الفرع الأول. ماهية مبادلة أسعار الفائدة:

I. تعريف مبادلة أسعار الفائدة : تعتبر مبادلة سعر الفائدة من أهم أنواع المبادلات من حيث حجم المعاملات، ويتم استخدامها للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة، ويستخدمها صناع السوق كثيرا لاتخاذ مواقف التبادل التي تعكس وجهة نظرهم على اتجاه أسعار الفائدة. وتعرف مبادلة أسعار الفائدة بأنها اتفاق بين طرفين متقابلين لتبادل مدفوعات الفائدة الدورية لبعضهم البعض خلال حياة عقد المبادلة ، يوافقان الطرفان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة معومة بأخرى ثابتة أو بين معدلي فائدة متغيرين واستنادا إلى المبلغ الأصلي النظري. ولا يتم أبدا تبادل المبلغ الأصلي ولكنه يستخدم فقط لحساب مدفوعات الفائدة (1). والهدف الرئيسي من استخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك مثلا عندما تتفق مؤسسة مصدرة السندات سبق وأن أصدرت سندا ولكن بكوبون متغير على تبادل دفع الفائدة ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى وذلك دون مساس بالتزام أي منهما (السند). والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق أو العقد هو أن كلا منهما قد نظر للمشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقا لظروفها وتوقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، و رأت المؤسسة الثانية العكس وبأن مصلحتها طبقا لظروفها وتوقعاتها تقضي استبدال معدل

الفائدة متغير بمعدل الفائدة الثابت وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند انجاز عقد المبادلة(2).

(1) Brian A. Eales, Moorad Choudhry, Derivative Instruments - A Guide to Theory and Practice, (Butterworth-Heinemann, London, 2003) , p 73 .

(2) محمد مطر، مرجع سابق، ص 322.

ويجب أن تكون مدفوعات الفوائد عموماً متزامنة عند التبادل وبنفس العملة، فليس من الممكن أن تكون الالتزامات المتبادلة لا تتوافق في الوقت المناسب، فيجب تحديد معدل المرجعي لمدد مختلفة عند الاتفاق. إذا أخذنا على سبيل المثال تبادل معدل فائدة LIBOR كل 3 أشهر، ومعدل الفائدة الثابت يدفع كل 12 شهراً. فيجب أن نجعل معدل الفائدة الثابت مثلاً على أساس 03 أشهر(1).

ويقوم عقد المبادلة على الأركان التالية:

أ. **دافع الفائدة الثابتة** : حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة لذلك يطلق عليه "دافع الفائدة الثابتة" وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني.

ب. **دافع الفائدة المتغيرة** : حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة لذلك يطلق عليه "دافع الفائدة المتغيرة"، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول.

ج. **معدل الفائدة الثابت** : هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه الطرفان ويحصل عليه الطرف الثاني في مقابل أن يدفع للطرف الأول معدل الفائدة المتغير.

د. **معدل الفائدة المتغير** : قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس LIBOR أكثر أسعار الفائدة استخداماً في عقود المبادلة وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في أسواق لندن(2).

هـ. **القيمة المرجعية لعقد المبادلة** : وهو مقدار افتراضي المتفق عليه بين الطرفين والذي يستخدم لحساب قيمة معدل الفائدة، ولكن لا يتم تبادلها فيما بينهما. ويجب أن يتفق الأطراف ليس فقط على تاريخ الدفع النظري لمعدلي الفائدة، ولكن أيضاً على التواريخ المرجعية أو الفترات لحساب معدلات الفائدة المستخدمة لتحديد التدفقات النقدية المتولدة عن الاتفاق(3).

و. **التسوية**: تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يومياً، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت، فلو أن

(1) Michel Jura, *Technique financière internationale*, (Dunod, 2e édition, 2003, paris), p 414.

(2) محمد صالح الحناوي والآخرين، *تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية*، مرجع سابق، ص 321، 322.

(3) Patrick Navatte, *Swap de taux d'intérêt: évaluation*, *Encyclopédie des Marchés Financiers 2em Partie*, Yves Simon, (ECONOMICA, Paris, 1997), p 1820.

عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و 15 سبتمبر، فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر(1).

I. أنواع عقود المبادلات لأسعار الفائدة: تقوم المبادلة على تبادل المصالح فقد تكون المبادلة بين معدلين الأول ثابت والثاني متغير وقد يكون المعدلين متغيرين.

1. تبادل معدل فائدة ثابت بمعدل فائدة متغير: ولتوضيح هذه الفكرة ليكون الشخص 'A' وقد اقترض من السيد 'X' بسعر LIBOR (سعر الفائدة بين البنوك في لندن) + 2%. ولتغطية الصفقة من التقلبات غير المتوقعة في سعر الفائدة، يوافق السيد 'A' بدفع سعر فائدة ثابت قدره 9% للسيد 'B' ويوافق في المقابل السيد 'B' بدفع سعر فائدة عائم أي LIBOR + 2% للسيد 'A' على الرغم من أن المدفوعات الفعلية بين السيد 'A' والسيد 'B' لن تحدث إلا على أساس صافي الفرق بين المدفوعات، والنتيجة الصافية لهذه الصفقة لكل من الأطراف على النحو التالي:

- السيد 'X' يتلقى سعر فائدة متغير LIBOR + 2%
- السيد 'A' يدفع سعر فائدة ثابت 9%
- السيد 'B' يدفع سعر فائدة متغير LIBOR + 2%

دعونا نأخذ حالتين:

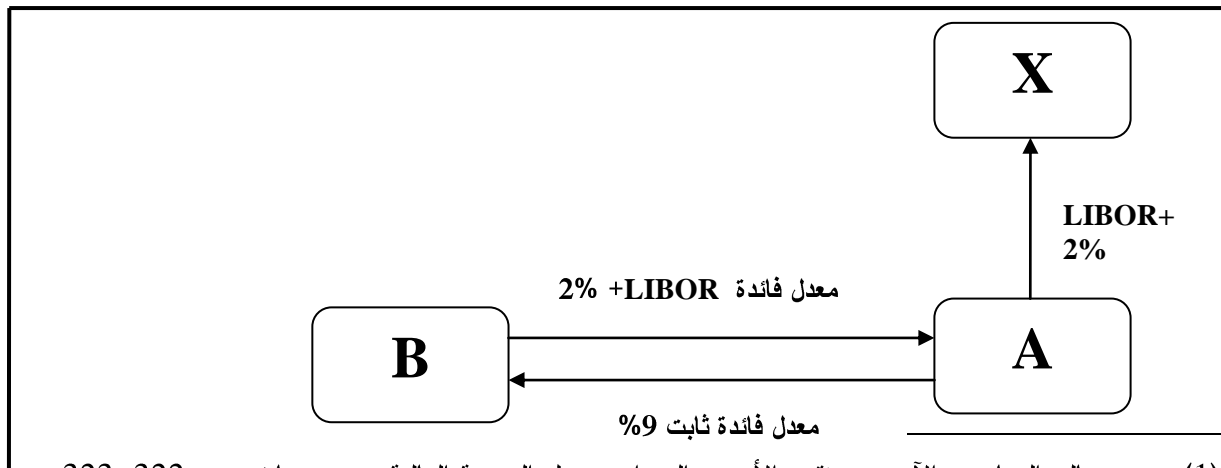
⇐ ليبور = 10%

في هذه الحالة السيد ستدفع 'A' للسيد 'X' معدل 12%. والسيد 'B' سوف تدفع للسيد 'A' فرق التبادل معدل 3%. وبالتالي صافي التزام السيد 'A' هو 9% فقط.

⇐ ليبور = 5%

في هذه الحالة السيد ستدفع 'A' للسيد 'X' معدل 7% والسيد 'A' ستدفع للسيد 'B' فرق التبادل معدل 2%. ومن هنا صافي الإلتزام السيد 'A' لا يزال هو نفسه في 9%. (2)

الشكل رقم (30): موقف طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة



(1) محمد صالح الحناوي والآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 322، 323.

(2) Gaurav Dhingra, Op. Cit , p p 980, 981.

Source : Gaurav Dhingra, Op. Cit, p 980

ولتوضيح عوائد طرفي عقد مبادلة أسعار الفائدة لنضرب هذا المثال في فيفري 2010، سعت شركة إلى تحويل دينها البالغ مليون دولار بسعر فائدة ثابت 7% مستحقة الدفع بصورة نصف سنوية ويحل موعد استحقاقه في فيفري 2012 إلى معدل متغير ودخلت الشركة في مبادلة فائدة مدتها عامان تقبض بموجبها معدلا ثابتا وتدفع معدلا متغيرا. وأثناء أجل اتفاقية المبادلة وهو عامان، سوف تقبض الشركة مدفوعات الـ 7% على رصيد أصل الدين البالغ مليون دولار، هذه المقبوضات سوف تقابل دفعات الفائدة التي تسدها الشركة لمقرضيها، وسوف تدفع الشركة مبلغ فائدة متغير إلى الطرف المقابل في المبادلة على LIBOR لستة أشهر سيطبق على نفس رصيد أصل الدين البالغ مليون دولار، ذلك المعدل سوف يعاد تقريره في نهاية كل فترة 6 أشهر ووقت توقيع الاتفاقية كان LIBOR 6%(1).

الجدول رقم (14): أرباح طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة

الفرق بنسبة للطرف الثاني	الفرق بنسبة للطرف الأول	LIBOR	الفترات
7 - 6 = 1% = 10000 دولار	6 - 7 = 1% = 10000 دولار	6%	1
7 - 8 = 1% = 10000 دولار	8 - 7 = 1% = 10000 دولار	8%	2
7 - 7 = 0	7 - 7 = 0	7%	3
7 - 9 = 2% = 20000 دولار	9 - 7 = 2% = 20000 دولار	9%	4

المصدر: طارق عبد العال، مرجع سابق، ص 488

2. تبادل معدل فائدة متغير بمعدل فائدة متغير(2): وقد تكون المبادلة أيضا بين معدل متغير مع آخر متغير وعلى سبيل المثال أن يكون الأول طويل أجل والثاني قصير الأجل. فمثلا لنفرض وجود تبادل بين شخصين، والتي تنص على أن يدفع (أ) لـ (ب) معدل فائدة LIBOR، ويدفع (ب) لـ (أ) معدل فائدة متغيرة، إذا كان رأس المال يساوي 1000 أورو.

الجدول رقم (15): أرباح طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة المتغيرة بالمتغيرة

الفرق بنسبة للطرف (ب)	الفرق بنسبة للطرف (أ)	المعدل المتغير	LIBOR	الفترا ت
-----------------------	-----------------------	----------------	-------	-------------

(1) طارق عبد العال، إدارة المخاطر، (الدار الجامعية، مصر، 2003)، ص ص 487، 488.

(2) Michel Jura , Op . Cit , P 414

10- = 8 -7 = 1- %	10 = 7 - 8 = 1 %	7 %	8 %	1
0 = 9 -9	0 = 9 - 9	9 %	9 %	2
10 = 7 -8 = 1 %	10- = 8 - 7 = 1- %	8 %	7 %	3
10 = 6 -7 = 1 %	10- = 7 -6 = 1- %	7 %	6 %	4

Source : Michel Jura , Op . Cit , P 414

الفرع الثاني: تسعير وتقييم عقود مبادلة معدلات الفائدة

من شروط مبادلة معدلات الفائدة أن تكون القيمة الحالية لمدفوعات الطرف المقابل هو على الأقل مساوية لقيمة الحالية للمدفوعات التي سترد منه. والقيمة الحالية هي وسيلة لمقارنة قيمة التدفقات النقدية الآن مع قيمة التدفقات النقدية في المستقبل . وتقوم الفرضية الأساسية لمبادلة معدلات الفائدة على أن الطرف الأول اختار الدفع بمعدل فائدة ثابت والطرف المقابل اختار الدفع بمعدل متغير ولكل منهما افتراض أنه سيكسب بعض المميزات لقيام بذلك، وذلك اعتمادا على معدل المبادلة. وتستند الافتراضات التي بنيت عليها على احتياجاتهم وتقديراتهم للمستوى والتغيرات في أسعار الفائدة خلال فترة عقد المبادلة. ولأن مبادلة أسعار الفائدة هي مجرد سلسلة من التدفقات النقدية التي ستحدث في مواعيد معروفة في المستقبل، فإنه يمكن تقييمها ببساطة عن طريق جمع القيم الحالية لكل من هذه التدفقات النقدية. وتحدد هذه الشروط التي تجعل قيمة المبادلة صفرا لكلا الطرفين في بداية، ويتحقق هذا عندما تكون القيمة الحالية (المتوقعة) للتدفقات النقدية للطرفين يساوي بعضها البعض. (1)

ولكن هل سعر المبادلة هو نفسه قيمة المبادلة؟ في الواقع يختلف مصطلح سعر المبادلة عن قيمة المبادلة، فسعر المبادلة يشير إلى معدل الفائدة، وتحديدًا، معدل الفائدة المستخدم لتحديد مدفوعات المعدل الثابت لعقد المبادلة. فالتسعير وسيلة لتحديد سعر الفائدة الثابت والذي سيتم تبادله بمعدل فائدة عائ. وهو المعدل الذي يحدد القيمة الحالية للدفعات ثابتة وتساوي القيمة الحالية للدفعات العائمة . ولنبدأ باثنين من السندات حيث أن السند الأول له كوبون بسعر فائدة ثابت في حين أن السند الثاني يتميز بكوبون ذات سعر فائدة عائ، ويتم تحديد قيم السندات ذات المعدل الثابت B_{Ft} والسندات ذات سعر فائدة متغير B_{vt} على النحو التالي:

$$B_{Ft} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+R_t)^t} + \frac{F}{(1+R_n)^n} \dots\dots\dots(30-2)$$

$$B_{vt} = \sum_{t=1}^n \frac{\bar{C}}{(1+R_t)^t} + \frac{F}{(1+R_n)^n} \dots\dots\dots(31-2)$$

(1) Understanding interest rate swap math and pricing, California Debt and Investment Advisory Commission, January 2007, P 3

F : القيمة الاسمية لكل سند

C : كوبون بسعر فائدة ثابت

\bar{C} : كوبون بسعر فائدة متغير مرتبط بالفترة t

R_f : معدل الفائدة الفوري للسند ذات الكوبون الصفري (1)

فبعد كل تاريخ الدفع، ويمكن اعتبار السندات ذات سعر فائدة متغير كأنها سندات جديدة ذات آجال استحقاق أقصر. لذا يمكن القول وبعد تاريخ الدفع أن ثمن السندات ذات السعر العائم هو سعر الأصل المالي لعقد المبادلة. (2)

أما قيمة المبادلة S_t فهي عبارة عن القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية المقدره، ونجد أن قيمة العقد تأخذ القيمة صفر في بداية إصدار العقد، إلا أنه ومع مرور الزمن فإن قيمته قد تصبح موجبة أو سالبة، لذا يمكن التعبير عنها "تلقى فائدة متغيرة ودفع فائدة ثابت" باعتبارها محفظة تتألف من مركز طويل في السندات بسعر فائدة ثابت ومركز قصيرة في السندات بأسعار فائدة عائمة . فهي بذلك الفرق بين قيم السندات ذات المعدل الثابت B_{Ft} والسندات ذات سعر فائدة متغير B_{vt} ، وتحسب كما يلي(3):

$$S_t = B_{Ft} - B_{vt} \dots\dots\dots(32-2)$$

لنفرض أن مؤسسة مالية سبقت أن دخلت في عقد مبادلة أسعار الفائدة إذ تدفع سعر LIBOR كل ستة أشهر مقابل تلقيها سعر فائدة ثابت 8% (نصف سنوي) لمبلغ الأصل الرئيسي للمبادلة 100 مليون دولار، والفترات المتبقية 3، 9 و15 شهرا. مع العلم أن معدلات السندات ذات صفر كوبون في بداية كل فترة هي على التوالي 10%، 10,5% و 11%. وبعد الدفع الأخير، كان معدل LIBOR لستة أشهر الأخيرة هي 10,2% (نصف سنوي)، مع العلم أن $C = 4$ ، $C = 5.1$ ، وبذلك:

$$B_{Ft} = \frac{4}{(1 + 0,10)^{\frac{3}{12}}} + \frac{4}{(1 + 0,105)^{\frac{9}{12}}} + \frac{104}{(1 + 0,11)^{\frac{15}{12}}}$$

$$B_{Ft} = 98.79 \text{ millions}$$

$$B_{vt} = \frac{5.1}{(1 + 0,102)^{\frac{3}{12}}} + \frac{5.1}{(1 + 0,102)^{\frac{9}{12}}} + \frac{105,1}{(1 + 0,102)^{\frac{15}{12}}}$$

$$B_{vt} = 102.806 \text{ millions}$$

وبذلك فإن قيمة عقد المبادلة S_t هي (-4,016 مليون دولار) وذلك بعد تطبيق المعادلة رقم

(1) Gerald Gay, Anand Venkateswaran, **The Pricing and Valuation of Swaps**, (Jhon Wilson and sons, 2010, Canada), p p 407, 408
 (2) Jhon Hull, Op . Cit , p 159
 (3) Patrick Navatte, Op . Cit ,p 1821.

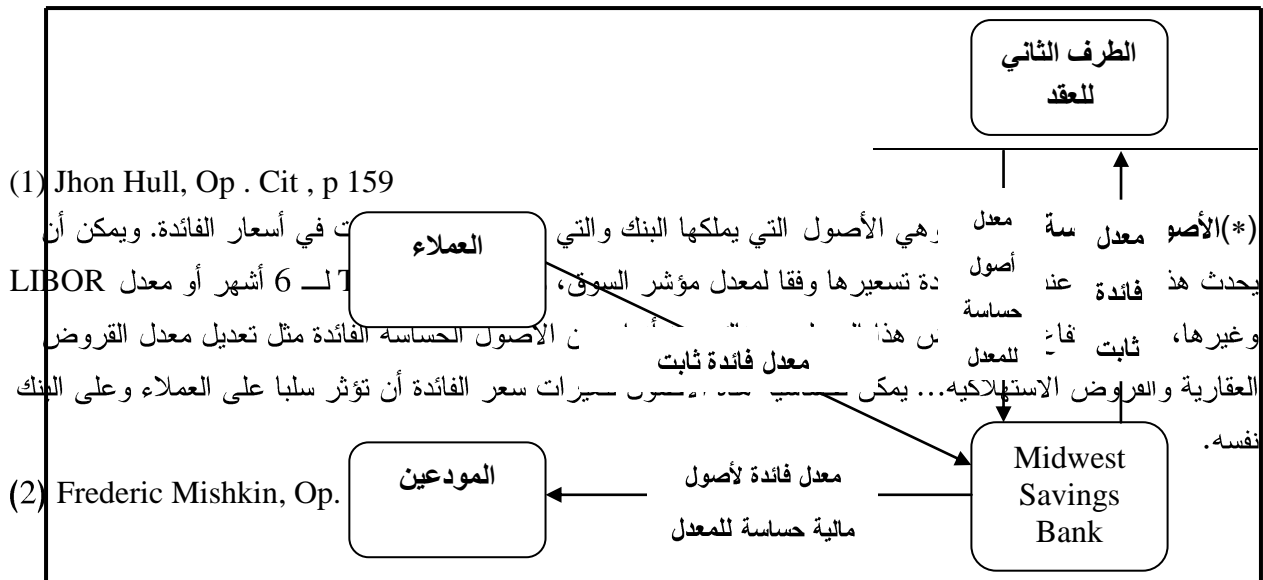
$$S_t = B_{Ft} - B_{vt} = 98,79 - 102,806 = -4,016 \text{ millions (1)}$$

الفرع الثالث: استخدامات عقود مبادلة معدلات الفائدة

تختلف استخدامات عقود مبادلة معدلات الفائدة من مستثمر إلى آخر حسب إستراتيجيته التي يتبعها وتتمثل هذه الاستخدامات كالتالي:

أولاً. استخدام عقود مبادلة معدلات الفائدة للتحوط : قد نتساءل لماذا يجد هذين الطرفين أنه من المفيد الدخول في اتفاق لمبادلة معدلات الفائدة ، والجواب هو أنه قد يساعد كل منهما على التحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة . لنفترض أن البنك "Midwest Savings Bank" بنك للادخار، وهو يميل إلى الاقتراض قصير الأجل ثم تقرر على المدى الطويل في سوق الرهن العقاري، ولكن مع ارتفاع أسعار الفائدة تزداد تكلفة الأموال وتكون أكبر من الزيادة في مدفوعات الفائدة التي تتلقاها على أصولها، والكثير منها تعتبر ذات أسعار فائدة ثابتة. نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي يتقلص صافي هامش الفائدة وانخفاض في ربحيتها. ولتجنب هذه المخاطر في أسعار الفائدة، رغب هذا البنك في تحويل مليون دولار من أصولها بسعر فائدة ثابت إلى مليون دولار من الأصول الحساسة للمعدل (rate-sensitive assets)(*)، مما يجعل الأصول الحساسة لمعدل تساوي خصومها الحساسة للمعدل (rate-sensitive liabilities)، وبالتالي القضاء على الفجوة . هذا بالضبط ما يحدث عندما يشارك في عقد مبادلة أسعار الفائدة، عن طريق اتخاذ مليون دولار من دخلها بسعر فائدة ثابت ومبادلتها بمليون دولار من سندات الخزنة الحساسة للمعدل، وبالتالي تحويل دخل مليون دولار من الأصول ذات العائد الثابت إلى دخل مليون دولار من الأصول حساسة للمعدل، فعندما ترتفع أسعار الفائدة، فإنها تؤدي إلى تطابق الزيادة في دخول البنك الحساسة للمعدل على أصولها مع الزيادة في التكاليف الحساسة للمعدل على خصومها، وتترك الهامش الصافي للفائدة وربحية البنك دون تغيير (2)، ويوضح الشكل الموالي مواقف طرفي عقد المبادلة لمعدلات الفائدة الثابتة بالمتغيرة بهدف التحوط.

الشكل رقم (31): مواقف طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة لغرض التحوط



Source : Frederic Mishkin, Op. Cit , p318

ثانياً. استخدام عقود مبادلة معدلات الفائدة للمضاربة: وتستخدم مبادلة أسعار الفائدة أيضاً لأغراض لمضاربة من قبل المستثمرين الذين يتوقعون حدوث تغيير في أسعار الفائدة، فمثلاً عندما يعتقدون بأن أسعار الفائدة سترتفع فإنهم يدخلون في عقد مبادلة أسعار الفائدة ثابتة بأخرى معومة (1). وبهذا يمكننا القول بأن المضاربة تعني الإقدام على إبرام العقد بقصد الاستفادة من فروق الأسعار، وهي احد الأغراض التي تدفع بعض المتعاملين إلى إبرام عقود مبادلة أسعار الفائدة، أي أن أولئك ليسوا مقرضين سابقين ولا مقرضين يدفعهم إلى هذا العقد الرغبة في الاحتياط، وإنما الباعث لهم مجرد الأمل في أن تتحرك أسعار الفائدة في الاتجاه الذي يتوقعونه، من انخفاض أو ارتفاع، بحيث يربحون - عند ذلك - الفرق بين سعر الفائدة الثابت المنفق عليه في العقد وبين سعر الفائدة السائد في تاريخ التسوية (2).

المطلب الثالث: مبادلة أسعار العملات

سنتطرق في هذا الجزء إلى النوع الثاني لعقود المبادلة وهي عقود مبادلة العملات، من تعريف هذا العقد ومختلف أنواعها، وكذا تقييم هذا العقد واستخداماتها.

الفرع الأول: ماهية مبادلة العملات

أولاً. تعريف مبادلة عقود العملات: عقد مبادلة العملات هو اتفاق بين الأطراف لتبادل دوري للتدفقات النقدية المستقبلية من السندات ذات المردود بعملات مختلفة . وتمكن مبادلة العملات الشركات بإصدار سندات بأي عملة اختاروها ومبادلة عائداتها بأي عملة يحتاجون إليها. فهي تسمح للشركات متعددة الجنسيات بتحقيق الاستفادة الكاملة من أسواق رأس المال العالمية للحصول على أدنى معدل

(1) Wilhelm Schnotz, eHow Contributor, **Strategies for an Interest Rate Swap**, sur le site : ehow.com/list_6745971_strategies-interest-rate-swap; le : 06/07/2013, à 00:09

(2) هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 381.

الاقتراض، ومن ثم للتحوط من مخاطر العملة في عملياتها العالمية وتمويلها بسلسلة من اتفاقيات المبادلة(1).

ويتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع ، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينها فترة زمنية معينة، كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فوريا ، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون إسترليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه. بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء ، ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني ، وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر ، ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate) إذن سعر المبادلة ليس سعر الصرف، وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة . وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف(2).

ولنفهم أكثر هذا التبادل نفرض بأن سعر الصرف الآني للدولار مقابل الدينار الجزائري 78/70 بينما كانت أسعار الفائدة المصرفية على كل من الدينار الجزائري والدولار لمدة ستة أشهر على النحو التالي:

الدولار	الدينار الجزائري	
5%	8.5%	الإيداع
6%	10%	الإقراض

لنقم بحساب الهامش التبادلي وهو:

$$\text{الهامش التبادلي} = \text{السعر الفوري} \times \text{فرق الفائدة} / 100 \times \text{المدة} / 360$$

$$\text{الهامش التبادلي شراء} = 70 \times (8,5 - 6) / 100 \times 180 / 360 = 0,5 \times 1,75 = 0,875 \text{ دج}$$

$$\text{إذن السعر الآجل/شراء} = 70 + 0,875 = 70,875 \text{ دج/دولار}$$

$$\text{الهامش التبادلي بيع} = 78 \times (10 - 5) / 100 \times 180 / 360 = 0,5 \times 1,75 = 1,95 \text{ دج}$$

$$\text{إذن السعر الآجل/بيع} = 87 + 1,95 = 71,95 \text{ دج/دولار}$$

(1) Mark Grinblatt, Sheridan Titman, Financial Markets and Corporate Strategy, (The McGraw-Hill, Second Edition, Chicago, 2002), p 54.

(2) مبارك بن سليمان بن محمد ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الثاني، المرجع السابق، ص 1106.

ومدلول الأسعار الآجلة المشار إليها في عقد المبادلة بأن بإمكان البنك (معطي السعر) أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الفوري قدره 70 دج/دولار، كما أن بإمكانه في نفس الوقت أن يعيد للعميل تسليم الدولار بعد 6 أشهر بسعر البيع الآجل وقدره 71,95 دج/دولار.

كما بإمكان أي بنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الفوري بـ 78 دج/دولار وفي الوقت نفسه يمكنه أن يعيد شراءه من العميل وتسلم بعد 6 أشهر بسعر آجل قدره 70,875 دج/دولار(1). وهناك العديد من المزايا في التعامل بعقود المبادلة للعمليات ومن أهمها(2):

– يسمح للأطراف بالحصول على متطلبات رأس المال الأجنبي بتقليل تكلفة الاقتراض الدولي خلال الفترات الأساسية للاقتراض.

– يمكن المقترضين من الدخول إلى مصادر جديدة للتمويل، ويساعد على تثبيت أرباح العملة من القروض المتوفرة.

– يسمح للأطراف بالاستفادة من مزايا الاختلاف في سعر الفائدة بين الأسواق.

– يسمح للأطراف بتحقيق أهدافها في تحويل المطلوبات من خلال عقد المبادلة عملة بفائدة متغيرة بعملة بفائدة ثابتة.

– تستعمل من قبل السلطات النقدية والمالية لتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة، وتقوم البنوك المركزية بتوفير هذه السيولة عن طريق شراء عملة أجنبية/ بيع عملة محلية آتيا وبيع عملة أجنبية/ شراء عملة آجلا في نفس الوقت.

ثانيا. أنواع عقود مبادلة العملات: هناك عدة أنواع من عقود المبادلة للعملات ولكن من أشهرها مايلي:

I. مبادلة العملات قصير الأجل FX Swaps (مبادلة أسواق النقد Money Capital Swaps):

وهي عقود المبادلة قصيرة الأجل والتي تحدث عادة في أسواق النقد، وتتميز كون العقد أقل من سنة كما لا تتم بأسعار ثابتة ولكن تتم بأسعار السوق الأجل حيث تختلف أسعار العملات حسب فروقات أسعار الفائدة. ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

II. مبادلة العملات المتوسطة أو طويلة الأجل (مبادلة أسواق رأس المال Market Capital Swaps):

وهي عمليات تنفذ للأجل تزيد عن السنة وغالبا لمدة خمس سنوات بعكس تبادل العملات التي تتم لأجل قصيرة باستعمال السوق الأجل، كما تسمى أيضا مبادلة العملات الثابت Fixed Currency Swaps.

(1) محمد مطر، المرجع السابق، ص 318، 319.

(2) حاكم محسن الربيعي وآخرون، المرجع السابق، ص 421.

Swaps كونها تتم بسعر ثابت للعملة (1). ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من أغراض المضاربة، وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية التي تلجأ إلى الاقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.

III. عمليات المبادلة التامة للعمليات Pure Swap Transactions: ويتم في هذا النوع من التبادل إغلاق عمليتي الشراء والبيع مع نفس الجهة المتعامل معها، حيث يتم بعد المفاوضة على السعر والاتفاق عليه وتحديد سعري التبادل اللازمين (السعر الآني والسعر الآجل) ومن ثم إجراء عملية التبادل الكاملة مع نفس الجهة.

IV. عمليات المبادلة الموجهة Engineered Swap Transactions: حيث يكون هذا النوع من عمليتين منفصلتين تغلق كل منهما مع جهة مختلفة، فقد يقوم المتعامل بمفاوضة أحد الأطراف لشراء عملة معينة على أساس التسليم الأجل وبعدها بفترة قصيرة يقوم بمفاوضة طرف آخر لبيع نفس العملة على أساس التسليم الآني، وهذا بطبيعة الحال يدفعنا للقول بأنه ليس بالضرورة أن يتساوى المبلغان تماما عند استعمال عمليات المبادلة لخلق وضع أجل مقابل وضع أجل آخر. (2)

الفرع الثاني: تقييم عقود مبادلة العملات

عقد مبادلة العملات هي معاملة بين تيارين من التدفقات النقدية وبعملتين مختلفتين، ويستند كل تدفق نقدي على كمية الأصل المالي ويمكن أن يكون بمعدل ثابت أو معدل عائم. ولتحديد قيمة تبادل العملات، يجب علينا أن نجد القيم الحالية للتدفقات النقدية، ونطرح منها قيمة التدفقات النقدية الخارجة من قيمة التدفقات النقدية الداخلة (3).

فعلى فرض أن الشركة البريطانية The British Petroleum Company تريد لإصدار سندات مدتها خمس سنوات بقيمة 100 مليون جنيه إسترليني بفائدة 7,5%، لكنه في الواقع يحتاج مبلغا بالدولار يعادل 150 مليون دولار (سعر الصرف هو £1 = \$1,5)، لتمويل منشأة تكرير البترول جديدة في الولايات المتحدة. وأيضاً، افترض أن شركة الأحذية Piper Shoe Company، وهي شركة أمريكية، تخطط لإصدار السندات 150 مليون دولار بنسبة 10%، والتي تستحق خلال خمس سنوات، ولكنها تحتاج حقا 100 مليون جنيه إسترليني لإنشاء مركز توزيع في لندن. ولتلبية احتياجاتهما لنفترض أن كلا من الشركتين ذهبتا إلى البنك لقيام بعملية المبادلة ويقوما بوضع الاتفاقات التالية:

(1) محمد محمود حبش، المرجع السابق، ص 283، 284.

(2) ماهر كنج شكري، المرجع السابق، ص 357.

(3) Don M. Chance , Robert Brooks, Op. Cit, p 423.

الاتفاق الأول: شركة البترول البريطانية التي أصدرت سندات ولمدة 5 سنوات 100 مليون جنيه إسترليني بسعر فائدة 7,5%، فإنها ستسلم 100 مليون جنيه إسترليني للبنك الذي سوف يسلمها إلى شركة بايبر الولايات المتحدة لتمويل بناء مركز توزيع البريطانية لها. وستقوم الشركة بايبر إصدار سندات لمدة 5 سنوات بقيمة 150 مليون دولار ثم تمررها للبنك الذي سوف يسلمها إلى شركة البترول البريطانية الذين سيتم استخدامها لتمويل بناء مصفاة في الولايات المتحدة.

الاتفاق الثاني: الشركة البريطانية، مع الأصول في الولايات المتحدة (مصفاة)، سوف تدفع فائدة 10% على 150 مليون دولار للبنك المبادلة الذي سوف يسلمها إلى الشركة الأمريكية حتى تتمكن من دفع حملة السندات في الولايات المتحدة. ونفس الشيء بالنسبة للشركة الأمريكية، مع أصولها البريطانية (مركز التوزيع) ستدفع الفائدة 7,5%، على 100 مليون جنيه إسترليني إلى البنك والذين بدوره يقوم بنقله إلى الشركة البريطانية حتى تتمكن من دفعها لحملة السندات في بريطانيا، ويكون ذلك لمدة 5 سنوات.

الاتفاق الثالث: وعند نهاية تقوم الشركة البريطانية بدفع 150 مليون دولار إلى البنك الذي يسلمها إلى الشركة الأمريكية حتى تتمكن من دفع حملة السندات في الولايات المتحدة. كما ستقوم الشركة الأمريكية بدفع 100 مليون جنيه إسترليني للبنك الذي سوف ينقلوه إلى الشركة البريطانية حتى تتمكن من دفع حملة السندات في بريطانيا.

وبذلك ستكون قيمة المبادلة V_{swap} للشركة الأمريكية التي تلقت في نهاية العقد الدولار ودفعت الإسترليني هو:

$$V_{\text{swap}} = B_{\$} - S_0 B_{\pounds} \dots\dots\dots(33-2)$$

B_{\pounds} : القيمة الحالية للسندات الأساسية بالجنيه الإسترليني

$B_{\$}$: القيمة الحالية للسندات الأساسية بالدولار

S_0 : سعر الصرف الآني (عدد الدولارات لكل وحدة من الجنيه الإسترليني)

وعند التعويض نجدها في هذه الحالة مساوية للصفر.

$$V_{\text{swap}} = 150.000.000\$ - (1.5\$)(100.000.000\pounds) = 0$$

وقيمة المبادلة V_{swap} للشركة البريطانية التي استقبلت في نهاية العقد الإسترليني ودفعت الدولار

هي:

$$V_{\text{swap}} = S_0 B_{\pounds} - B_{\$} \dots\dots\dots(34-2)$$

وعند التعويض في المعادلة رقم (34-2) نجدها هي الأخرى مساوية للصفر.

$$V_{\text{swap}} = (1.5\$)(100.000.000\pounds) - (150.000.000\$) = 0$$

والقيمة الاقتصادية للصفر في مواقف عقد المبادلة تتغير بمرور الوقت مع التغييرات في أسعار الفائدة الأمريكية، ومعدلات البريطانية، وسعر الصرف الفوري (1).

وهنا قبل أن تحدد قيمة المبادلة يجب الحصول على ثلاث قيم حالية وهي:

أ. قيمة سعر الصرف الحالية بين العمليتين والتي هي S_0 ، فإذا كان المبلغ الأساسي للدولار هو \$1 والمبلغ الأساسي للإسترليني 1 أيضا فإن قيمة المبادلة في البداية تكون مساوية للصفر والدولار يكون مرتبطا بالإسترليني بسعر الصرف الآني S_0

$$F = 1/S_0 \dots\dots\dots(35-2)$$

وسعر الصرف بالتأكيد يكون مجهولا نهاية مدة العقد وإعادة تبديل العملة.

ب. نحتاج إلى تحديد الدفعات الثابتة للدولار وبذلك سوف نحتاج لمعرفة سعر الفائدة الثابت للدولار والتي تجعل القيمة الحالية للدفعات مساوية للمبلغ الأساسي الذي هو \$1.

ج. نحتاج لمعرفة الدفعات الثابتة للإسترليني وبذلك نحتاج لمعرفة سعر الفائدة الثابت الذي يجعل القيمة الحالية للدفعات بالإسترليني مساوية للمبلغ الأساسي البالغ £1. (2)

الفرع الثالث: استخدامات عقود مبادلة العملات

تقوم هذه العقود على استغلال فرص الاستثمار الناتجة عن الاختلاف في أسعار صرف العملات الأجنبية المختلفة سواء في الوقت الآني، أو الأجل ويشيع استخدام عقود المبادلة أملا في تحقيق مكاسب مضاربة أو للتحوط ضد احتمالات الخسارة المتوقعة.

أولا. استخدام عقود مبادلة العملات للتحوط وتخفيض تكلفة الاستثمار: يلجأ المتعاملين إلى مبادلة

العملات لتأمين احتياجاتهم من العملات الأجنبية، مع تخفيض تكلفة التمويل والاحتياط لتقلب سعر الصرف في المستقبل في غير صالحهم. وفي مثل هذا النوع نجد أن عدم التأكيد بالنسبة للتدفقات النقدية تعود إلى عدم التأكد في سعر الصرف للعملات، فمثلا في تبادل £/\$ نجد أن شركة أمريكية تقوم باستلام دفعات بلأورو بينما تقوم شركة ألمانية باستلام دفعات من الدولار، ولا بد من التنويه أن قيمة المبادلة من الطرفين سوف تتغير طالما سعر صرف £/\$ متغير، وكننتيجة لذلك نجد أن الشركات معرضة لمخاطر

(1) Currency Swaps, sur le site :

xavier.edu/williams/centers/trading-center/documents/research/edu_ppts/05_CurrencySwaps.ppt;
le : 06/07/2013, à 00:09

(2) حاكم محسن الربيعي وآخرون، المرجع السابق، ص ص 419، 420.

أسعار الصرف ولكن إذا كانت المخاطرة ضرورية يمكن التحوط لها بالمتاجرة في سوق تبادل العملات الآجلة(1).

وتنشأ معظم عقود مبادلة العملات بين البنوك من جهة وعملائها من جهة أخرى، لأن ذلك يؤدي إلى تخفيض كلفة التحويل بالنسبة لكل. إلا أن معظم تلك العقود خاصة الكبيرة منها تنشأ فيما بين البنوك نفسها، لنفرض لدى أحد البنوك وليكن البنك (أ) فائضا من عملة أجنبية كالدولار الأمريكي مثلا في حين أن عليه التزامات استحققت بالجنيه الإسترليني، في حين أن بنكا آخر وليكن البنك (ب) لديه فائضا من الجنيه الإسترليني وعليه التزامات استحق تسديدها بالدولار. في حالة كهذه يكون من مصلحة البنكين الدخول في عقد مفايضة للعملتين الدولار والجنيه الإسترليني، إذ بالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل بالنسبة لكل منهما يحقق عقد المبادلة للطرفين أيضا ميزة التحوط من مخاطر تقلب سعر صرف الجنيه الإسترليني بالنسبة للبنك (أ) ومخاطر تقلب سعر صرف الدولار بالنسبة للبنك (ب) وذلك لأن سعر الصرف الآجل بالنسبة لهاتين العمليتين يكون محددًا سلفًا ضمن شروط العقد. وتستخدم البنوك التجارية المزايا التي توفرها عقود المبادلة بشكل واسع عندما تلوح في الأفق مؤشرات لتقلبات حادة في أسعار صرف العملات. إذ تلجأ إلى هذه البنوك عن طريق شراء احتياجاتها التمويلية من أسواق النقد بعملة معينة تناسبها وبموجب أسعار الصرف الفورية لتقوم في الوقت نفسه بالدخول طرفًا في عقد مستقبلي وبذلك تتخفف من مخاطر التقلب الحاد الذي قد يحدث في سعر صرف تلك العملة(2).

ثانياً. استخدام عقود مبادلة العملات للمضاربة:

المضاربة هي عملية اختيار الاستثمارات مع أخذ المخاطر كبيرة، وخاصة فيما يتعلق بمحاولة التنبؤ بالمستقبل فيمكن استخدامها لأغراض المضاربة مثلها مثل أي منتج آخر. لنفرض أنه إذا كان السعر المقدم على الجنيهات لثلاثة أشهر هو \$2.30، واعتقد المضارب أن السعر الفوري للجنيه بعد ثلاثة أشهر سيصبح \$2.40، فيمكنه أن يدخل في عقد مقدم لشراء £1000 بعد ثلاث شهور عند \$2.30 للجنيه و بعد الشهور الثلاثة سيدفع \$2300 مقابل £1000 فإذا حدث أن كان السعر الفوري للجنيه هو \$2.40 كما يتوقع فيمكنه إعادة بيع £1000 في السوق الحاضرة مقابل \$2400، ويكسب \$100 من هذه الصفقة، و من جهة أخرى إذا ثبت أن توقعاته خاطئة، و كان سعر الصرف بعد ثلاث أشهر \$2.25، فسيظل يتعين عليه أن يدفع

(1) حازم الحكيم، أنواع المشتقات المالية ودور المراجعة في تخفيض أخطارها، (جريدة الأهرام الاقتصادية الرقمية: 24 ديسمبر 2012) على الموقع:

digital.ahram.org.eg/Economy.aspx?Serial=1138584; le : 12/07/2013, à 23:13

(2) محمد مطر، المرجع السابق، ص 317.

\$2300 مقابل £1000، إلا أنه يستطيع إعادة بيع £1000 مقابل \$2.25 في السوق الفوري، فإنه سيخسر بذلك \$50 في الصفقة. (1)

خاتمة الفصل الثاني:

المشتقات المالية هي أدوات مالية تستعمل في التغطية ضد المخاطر التي يتعرض إليها المستثمر المتمثلة في خطر السعر، وخطر سعر الفائدة وخطر سعر الصرف. وهي على أربعة أنواع رئيسية متمثلة في العقود الآجل، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة.

1. العقود المستقبلية التزام تعاقدى ملزم نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين، بسعر معين، وبتاريخ معين في المستقبل. ويختلف عن العقد الآجل من أنه متاح للتداول في البورصة
2. أما عقود الخيار في عبارة عن حق وليس التزام مثل العقود الآجلة والمستقبلية لشراء أو لبيع أصل معين، مثل أوراق مالية متداولة في الأسواق المالية، وفقا لشروط محددة

(1) دومينك سالفاتور، الاقتصاد الدولي، (الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، 1993، الجزائر)، ص ص 147، 148.

3. عقود المبادلة هي عبارة عقود مالية التي يلزم فيها كل طرف في العقد تبادل مجموعة من المدفوعات (ليست الموجودات) التي يملكها بمجموعة أخرى من المدفوعات التي يملكها طرف آخر
4. إن التعامل في عقود المشتقات يتم من خلال ثلاث استراتيجيات أساسية هي: التغطية، المضاربة والمراجعة. التغطية يلجأ إليها المستثمر الذي يمتلك أصلاً ما أو يريد أن يمتلكه فعلاً من أجل حماية مركزه من المخاطر. أما المضاربة فيلجأ إليها المضارب الذي لا يكون هدفه امتلاك الأصل وإنما يبحث فقط على الاستفادة من فوارق الأسعار ومن أثر الرفع المالي العالي الذي يتسم به تلك العقود. أما المراجعة التي تتم من خلالها تقييد أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر.

الفصل الثالث

أهمية استخدامات المشتقات المالية

وانعكاساتها على أسواق رأس المال

تمهيد

لم يكن ظهور عقود المشتقات المالية وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة، ولهذا سنتناول في هذا الفصل الأهمية الاقتصادية لهذه الأدوات من خلال استخداماتها المتعددة. وقد يؤدي الإفراط في استعمالها وانتشارها الواسع واستخدامها السيئ إلى إلحاق الضرر بمستخدميها. لذا من الواجب أن ننبه إلى المشكلات التي يمكن أن تلحقها مثل تلك العقود. وستتم دراسة هذا الفصل بتقسيمه إلى ثلاث مباحث التالية:

المبحث الأول: استخدامات المشتقات المالية

المبحث الثاني: مخاطر استخدام المشتقات المالية وإدارتها

المبحث الثالث: دور المشتقات المالية في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008

المبحث الأول: استخدامات المشتقات المالية

تستخدم المشتقات المالية لأغراض التحوط، المضاربة والمراجعة. إذ يمكن للمستثمر حماية نفسه ضد المخاطر التي يتعرض لها، ومن بين المخاطر التي يمكن تغطيتها باستخدام الأدوات المشتقة مخاطر تغيرات السوق ومخاطر الائتمان. ويمكن أيضا أن تستخدم المشتقات للمضاربة على حركة السوق أو متغير، وغالبا ما تسمى بالرهان، ويمكن أيضا أن تسمى بالمخاطرة. وبما أن هناك طرفين لصفقة المشتق، فالمضارب يحتاج إلى العثور على شخص يحمل رأيا مخالفا أو يغب في تحوطي الخطر على وجه الخصوص. كما يمكن استخدام المشتقات للموازنة أو المراجعة، ففوضة المراجعة هي استغلال فروقات الأسعار بين الأسواق، وبالتالي يمكن استخدامها في "اتصال" الأسواق من خلال القضاء على أوجه قصور التسعير بينهما.

وبالتالي تلعب المشتقات دورا أساسيا في اكتشاف السعر. فهي توفر طريقة للعرض تحمل تطورات مستقبلية لتغيرات السوق. ربما لأنها توفر أيضا وجهة نظر في خطر التخلف عن السداد للشركة أو المقترض ذات السيادة، أو شريحة معينة من سوق الائتمان (1). وسنقوم فيما يلي بشرح مختلف استخدامات المشتقات المالية في إدارة المخاطر، المضاربة، المراجعة واكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر.

المطلب الأول: استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر

قدم النظام المالي وسائل لإدارة المخاطر وهي ثلاثة: التحوط والتأمين و التوزيع. فهل يمكن أن تستخدم المشتقات المالية لإدارة المخاطر؟ وهل يعلم العون الاقتصادي الاختلاف بين العقود الآجلة، المستقبلية، الخيارات والمبادلة في إدارة المخاطر؟

الفرع الأول: مفهوم المخاطرة

ينشأ الخطر عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة. وتعرف أيضا على أنها ظواهر وأحداث تهدد انجاز الأهداف وتؤثر سلبا على استمرارية المؤسسة الهادفة لتحقيق رسالته(2).

(1) **Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets**, Commission of the European communities, July 3, 2009, Brussels, p8, sur le site :

ec.europa.eu/internalmarket/financial-markets/derivatives/report_en.pdf, le: 21/04/2012, à 14:37

(2) مفتاح صالح، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 2.

كما عرفت المخاطر بأنها "الخسارة المادية المحتملة والخسارة المعنوية التي يمكن قياسها نتيجة لوقوع حادث معين مع الأخذ في الاعتبار جميع العوامل المساعدة لوقوع الخسارة". (1)

يقول "فرانك ريلي" رغم وجود الاختلاف بين المخاطر وعدم اليقين فإن أحد طرق تعريف المخاطرة هو عدم التأكد أو عدم اليقين من النتائج المستقبلية والتعريف البديل قد يكون احتمال النتائج العكسية.

بينما يعرفها صاحب إدارة المخاطر في المؤسسات المالية بالاتي : "هي فرصة الضرر أو التلف أو الخسارة بما يعني الخطر، وفي مجال التأمين والبنوك يعبر عنها كميًا بدرجة أو احتمال الخسارة" بينما عرفها "جون داوونر" بأنها إمكانية الخسارة أو عدم المكسب والتي يمكن قياسها وتختلف المخاطرة عن عدم التأكد والذي لا يمكن قياسه .

ويتفق ثورن هيل Thornhille مع التعريف المتقدم في تعريف المخاطرة بقوله " : ابتداءً فمن الناحية الفنية، فإن المخاطرة وعدم التأكد ليس شيئاً واحداً، والموقف ينطوي على مخاطرة عندما تكون جميع النتائج الممكنة تم تسجيلها ، والتغيير الذي تسبب فيه حدوثها من الممكن التنبؤ به، ومهما كان الأمر فعندما تكون النتيجة المطلوبة والتغير الذي أحدثها لم يتم مقابلتهما فإننا نكون بصدد عدم التأكد"(2).

إذا عرفنا بوجود المخاطر، وتوفرت لدينا طرق دقيقة لقياسها أمكننا عندئذٍ أن نتعامل معها بالطريقة المناسبة، إن كل نوع وكل مستوى من المخاطر يقابله طرق للعلاج والتعامل مع تلك المخاطر. هناك أربعة أساليب: تجنب المخاطر، تقليل المخاطر، نقل المخاطر إلى الغير، والقبول (الاحتجاز) المخاطر

الفرع الثاني: إدارة المخاطر

ومن هنا تظهر أهمية دراسة المخاطر من خلال ما يسمى بإدارة المخاطر وهي تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف وذلك عن طريق اكتشاف الخطر وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مجابهته مع اختيار أنسب هذه الوسائل لتحقيق الهدف المطلوب.(3)

وتشمل عملية إدارة المخاطر المالية استراتيجيات تمكن من تنظيم وإدارة المخاطر المرتبطة بالأسواق المالية، وهي عملية ديناميكية ينبغي أن تتطور مع المنظمة وأعمالها، و تؤثر هذه الاستراتيجيات كثير على أجزاء المنظمة بما في ذلك المبيعات، التسويق، السلع، وتمويل الشركات. وعملية إدارة المخاطر المالية هي عملية مستمرة، فالاستراتيجيات يجب أن تنفذ وتصل حسب متطلبات تغير السوق

(1) أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، (دار حامد، عمان، 2010)، ص 22.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 311، 312.

(3) أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 55، 56.

(التوقعات بشأن أسعار السوق، والتغيرات في بيئة الأعمال،...)، وبشكل عام، يمكن تلخيص هذه العملية على النحو التالي:

- تحديد وترتيب أولويات المخاطر المالية الرئيسية.
- تحديد مستوى مناسب لتحمل المخاطر.
- تنفيذ إستراتيجية لإدارة المخاطر وفقا للسياسة.
- القياس والإبلاغ، والوصد، والصقل حسب الحاجة. (1)

الفرع الثالث: إدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية

تستخدم المؤسسات في إدارة المخاطر مجموعة متنوعة من الاستراتيجيات والمنتجات، ومن المهم أن نفهم كيف يمكن لهذه المنتجات و الاستراتيجيات أن تعمل للحد من المخاطر في سياق تحمل المخاطر في المنظمة وأهدافها. وهذه الاستراتيجيات لإدارة المخاطر غالبا ما تتطوي على المشتقات، والتي يتم تداولها على نطاق واسع بين المؤسسات المالية والبورصات المنظمة(2).

فالمشتقات المالية توفر أداة قوية للحد من المخاطر التي تواجه الأفراد والمنظمات في تسيير أعمالهم واستثماراتهم، ونجاح إدارة المخاطر باستخدام الأنواع المختلفة للمشتقات المالية يتطلب فهما شاملا للمبادئ التي تحكم تداول وتسعير المشتقات المالية والاستخدام بالشكل الصحيح. كما يمكن للمشتقات المالية توفير التكاليف وزيادة العائدات. (3)

وبالرغم من ذلك فهذه المنتجات والاستراتيجيات المستخدمة من قبل المشاركين في السوق لإدارة المخاطر المالية هي نفسها مستخدمة من قبل المضاربيين لزيادة النفوذ وخطر والعائد. بالرغم من أنه يمكن القول أن الاستخدام الواسع للمشتقات يزيد من خطر وجودها وتمكن أولئك الذين يرغبون في تقليل المخاطر على تمريرها لأولئك الذين يسعون للمخاطر والفرص المرتبطة بها. (4)

وتستخدم المشتقات لحماية الاستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة، وهي بذلك تساعد المنشآت في إدارة مخاطرها المالية بشكل يسهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض

(1) Karen A. Horcher, *Essentials of Financial Risk Management*, (John Wiley & Sons Ltd, Canada, 2005), p p 4, 5.

(2) Ipd, p 3

(3) Gaurav Dhingra, *An Understanding Of Financial Derivatives*, (Magazine The chartered accountant, march 2004), p 977.

(4) Karen A. Horcher, Op. Cit, p 4

لها ولكن لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك في مقابل تكلفة معينة تمثل تكلفة العقد ذاته (1). وبذلك تعمل المشتقات المالية كشكل بوليصة التأمين ضد حركات السوق غير المواتية فمثلا إذا كان لبلد ما احتياجات سلعة معينة وليكن النفط على أساس منتظم. فيمكن أن تحترس من ارتفاع الأسعار من خلال خيار الشراء، إذا كان السعر مستمر في النزول، وإذا لم تمارس هذا الخيار فتشتري النفط بالسعر الحالي في السوق، في حين إذا ارتفع السعر، فنتم ممارسة الخيار لشراء النفط كون أقل من حيث القيمة السوقية(2).

وتعتبر الإستراتيجية الأساسية لإدارة مخاطر الأصول الأساسية باستخدام المشتقات المالية هي "التحوط"، أي يحمل تاجر شكلين من كميات متساوية للأصول المالية ولكن باتجاهين متعاكسين، واحدة في الأسواق الأساسية، والآخر في أسواق المشتقات المالية وفي وقت واحد. وتستند هذه الإستراتيجية لإدارة المخاطر على المنطق التالي: يعتقد أنه في ظل الظروف العادية، أن أسعار الأصول الأساسية ومشتقاتها تغيير تقريبا في نفس الاتجاه، وبالتالي فخسائر الأصول الأساسية (مشتقاته) في الأسواق يمكن أن يكون يقابلها مكاسب في المشتقات (الأصول الأساسية) في أسواق المشتقات، وبالتالي يمكن منع أو تقليل الخسائر من خلال الجمع بين المخاطر نظرا للتغيرات في الأسعار. (3) وبذلك تتكون معاملة التحوط من المخاطر من مكونين أساسيين هما:

1. المركز المتحوط له: وهو عبارة عن أصل أو التزام يتم حمايته باستخدام أداة التحوط مثل:

- أصول مملوكة كالבضاعة أو الأوراق المالية.
- التزامات قائمة كالقروض بالعملة الأجنبية.
- تعاقدات تجارية للشراء أو البيع.

2. أداة التحوط: وهي الوسيلة المستخدمة في عملية التحوط، وغالبا ما تكون ورقة مالية (أو

محفظة تعمل كأنها ورقة واحدة) بهدف توفير الحماية للمركز المتحوط له ضد المخاطر المختلفة (4). ويمكن استخدام العقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات كأدوات للتحوط. فإذا ما وقع الاختيار على إحدى هذه الأدوات، فإن المتحوط يتعين عليه أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، وهي عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية. على أن

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 94.

(2) Lane P. Hughston, Christopher J. hunter, Financial Mathematics an Introduction to Derivatives Pricing, (King's college, London, 2000), P 8.

(3) Lishang Jiang , Mathematical Modeling and Methods of Option Pricing, (World Scientific Publishing, Singapore, 2005), p 2.

(4) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص ص 222، 223.

المشكلة التي قد تواجه الجهة التي ترغب في التحوط ضد مخاطرة معينة هي: أي أداة تعد مناسبة تماما في موقف ما؟ والإجابة عن ذلك أن ذلك الأمر يعتمد على:

أ. جانب المخاطرة الملازم للمركز النقدي المرغوب في تغطيته.

ب. نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط في تغطيتها.

ج. تكلفة التحوط.

د. فعالية أدوات التحوط المختلفة(1).

فالمشتقات لها دور أساسي في نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى آخر، أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد، ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد يتجنبون استثمارات معينة، أو يقومون بتصفية استثمار ما بسبب ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق أو إزعاج، أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة، قد يقع اختيارهم على استخدام أدوات المشتقات كآلية لها تأثيرها على إستراتيجية الاستثمار الشامل(2).

ولتوضيح فكرة التغطية افترض حالة مستثمر أخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما، بسعر \$50، ويخشى أن تتخفص قيمته عندما يقرر بيعه. وقد تحققت توقعات المستثمر إذ انخفض سعر السهم إلى \$30، ومن ثم فقد حقق خسارة قدرها \$20. ولنفرض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد الخيار بيع وذلك فور شرائه للسهم. يعطيه الحق في بيع السهم للمحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد وهو السعر الذي اشترى به السهم \$50 بتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة (\$3)، وهنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار بيع. وعليه فإذا انخفض سعر السهم إلى \$30 فإن خسارة المستثمر تقتصر على قيمة المكافأة التي دفعها للمحرر. ففي تاريخ التنفيذ يقوم بتصفية مركزه الطويل (بيع السهم) في السوق الحاضر بسعر \$30، محققا خسارة قدرها \$20. كما يقوم بتسوية مركزه القصير أي مركزه في عقود الخيارات، وهي عادة تسوية نقدية، فالمحرر ملتزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد، والفرق \$20 وهي تعادل خسارته في السوق الحاضر. والمكافأة تقدر \$3 وهي غير قادرة للرد سواء نفذ العقد أم لا، وبذلك تقدر ربحه الصافي

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 94، 95.

(2) أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص 13.

بـ \$17. وبذلك مهما انخفض سعر السهم فإن الخسارة تقدر بقيمة المكافأة. وسنعرض في الفصل القادم إلى شرح مفصل لعقد الخيار ومتى يحقق المستثمر للربح أو للخسارة. (1)

المطلب الثاني: استخدام المشتقات المالية في المضاربة

توفر أسواق المشتقات المالية وسيلة بديلة للمضاربة فبدلاً من التعامل في الأسهم والسندات محل التعاقد، فقد أصبح بوسع أي من المحترفين أو المتعاملين في هذه الأسواق أن يدخل السوق مضارباً من خلال عقود المشتقات. ينبغي أن نبدأ بتحديد مفهوم المضاربة أولاً.

الفرع الأول: تعريف المضاربة

يمكن تعريف المضاربة Speculation في الأسواق المالية بأنها " شراء شيء بقيمة منخفضة في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر".

وتعرف أيضاً " هي التعاقد على عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها".

وتعرف أيضاً "هي نشاط المتعاملين للتنبؤ بالحالة التنافسية العامة للسوق وتوجيهها لصالحهم"

ويلخص كينز المضاربة بأنها " عملية التنبؤ بنفسية السوق" (2)

التعريف الكلاسيكي لكالدور (1939) "هي عملية شراء أو بيع الممتلكات بقصد بيعها (أو إعادة الشراء) في وقت لاحق، عندما يكون الدافع وراء اتخاذ هذا الإجراء هو أمل حدوث تغيير في السعر الحالي وليسرت الاستفادة من هذا العقار". (3)

من خلال التعريفات نستنتج بأن المضاربة بيع أو شراء بغرض الربح وليس بغرض الاستثمار من

خلال الاستفادة من تغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير، ولذلك

توصف المضاربة بأنها مراجعة عبر الوقت، أي الشراء في وقت ما والبيع في وقت آخر، ففي هذه الحالة

لا يمكن معرفة الأسعار إلا بالتقدير الذي يمكن أن يكون صحيحاً أو خاطئاً. وهي عكس المراجعة عبر

المكان، أي الشراء في مكان والبيع في مكان آخر، فالأسعار معروفة في هذه الحالة. (4)

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (المشتقات) الجزء الثاني، (منشأة المعارف، مصر، 2003)، ص 13، 14.

(2) شعبان محمد اسلام البروراي، مرجع سابق، ص 170، 171.

(3) Luis Miotti, Dominique Plihon, **Liberalisation financiere, speculation et crises bancaires**, 2001, p 10, sur le site: www.defi-univ.org/IMG/pdf/plihonmiotti.pdf; le: 29/07/2011, à 20:58

(4) شعبان محمد اسلام البروراي، مرجع سابق، ص 169.

والمضارب Speculator هو الشخص الذي يقبل المخاطرة، بشرائه وبيعه للأوراق المالية أو أية أدوات استثمارية أخرى، على أمل تحقيق أرباح نتيجة توقعاته لحركة الأسعار في المستقبل. ويقال عن المضارب أنه يشتري ما لا يحتاجه ويبيع ما لا يملكه، وذلك بالطبع بغرض تحقيق الأرباح، إلا أن تحقيق الأرباح في الأسواق المالية ليس بالأمر الهين. فمفتاح النجاح في التداول بأسواق رأس المال المختلفة هو التحرك قبل عامة الناس، سواء عند الشراء أو عند البيع واختيار التوقيتات الصحيحة للدخول والخروج من الأسواق. وقليلون جدا من يصيبهم النجاح لفترات طويلة. (1)

الفرع الثاني: المضاربة باستخدام المشتقات المالية

يدخل المضارب طرفا في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح وليس بغرض تأمين تملك الأصل، وذلك عن طريق استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات (2).

وعلى هذا فإن المستثمر عند امتلاكه أحد أدوات المشتقات المالية وليكن خيار الشراء، لا يكون غرضه تملك الأوراق المالية، أو العملات التي اشترى خيار حق شرائها، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك، عن طريق اقتناص فرصة سنحت له، معتمدا على توقعاته لما ستكون عليه أحوال السوق والأسعار في المستقبل، فيشتري اليوم حق الحصول على أسهم بسعر محدد ليبيعه غدا عندما ترتفع أسعارها (3)، وتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

لنفترض أن سعر السهم هو 66.6 دولار أمريكي في 30 أبريل، وقد ترتفع أسعار هذه الأسهم في شهر أوت. وهنا يحق للمستثمر النظر في إستراتيجيات الاستثمار التالية:

أ على المستثمر أن ينفق \$ 666000 نقدا لشراء 10000 سهم يوم 30 أبريل.

ب أو يدفع المستثمر قسطا \$ 39000 لشراء خيار الشراء لشراء 10000 سهم بسعر \$ 68 للسهم الواحد في 22 أوت.

لندرس الآن أرباح المستثمر والعائدات في سيناريو هين:

الوضع الأول: يرتفع سعر الأسهم إلى \$ 73.0 في 22 أوت.

(1) عبد المجيد المهيملي، التحليل الفني للأسواق المالية، (دار البلاغ، الطبعة الخامسة، بيروت، 2006)، ص 51.

(2) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 222.

(3) محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، يومي 1، 2 ديسمبر 2010، ص 4.

فالإستراتيجية الأولى: يبيع المستثمر الأسهم في 22 أوت للحصول على \$ 730000 نقدا.

$$\text{العائد} = \frac{666000 - 730000}{666000} \times 100\% = 9,6\%$$

الإستراتيجية الثانية: يمارس المستثمر الخيار والحصول على الربح:

$$\text{الربح} = 680000 - 730000 = 50000 \$$$

$$\text{العائد} = \frac{39000 - 50000}{39000} \times 100\% = 28,2\%$$

الوضع الثاني: يخفض سعر الأسهم إلى \$ 66 في 22 أوت.

فالإستراتيجية الأولى: يتحمل المستثمر هنا الخسارة.

$$\text{الخسارة} = \frac{666000 - 660000}{666000} \times 100\% = 0,9\%$$

الإستراتيجية الثانية: يحصل المستثمر على عائد يقدر بـ:

$$\text{العائد} = 680000 - 660000 = 0$$

يفقد المستثمر كامل استثماراته \$ 39000، وبالتالي نسبة الخسارة ستقدر بـ 100%. (1)

المطلب الثالث: استخدام المشتقات المالية في المراجعة "Arbitrage"

تمثل المراجعة شكل من أشكال المضاربة يتم من خلالها تقييد أو تثبيت ربح عديم المخاطر وذلك عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر.

الفرع الأول: مفهوم المراجعة

المراجعة هي أحد صور المعاملات التي يسعى من خلالها المستثمر إلى التربح عندما تباع سلعة واحدة بسعرين مختلفين، وهنا يحرص الشخص المشتغل بعمليات المراجعة على الاستفادة من تباين الأسعار، فهو يشتري السلعة منخفضة السعر في أحد الأسواق ويسارع ببيعها بالسعر الأعلى في سوق آخر. ومن المعروف أن الشراء يساعد على ارتفاع الأسعار وأن البيع يعمل على انخفاضها، ومن هنا سميت العملية بالموازنة أو المراجعة لأن من شأنها أن تميل بالأسعار إلى المساواة.

وبذلك عرفت المراجعة بأنها "اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما، في سوقين مختلفين، وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض وبيعها في نفس الوقت، على المكشوف في السوق الآخر الذي تباع فيها الورقة بسعر منخفض". (2)

(1) Lishang Jiang, Op. Cit, p 8.

(2) هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، (دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011)، ص 89.

والمراجعة لها وظيفة اقتصادية هامة فهي تجعل الأسواق أكثر كفاءة، فكلما وجد تباين الأسعار بين سوقين للأوراق مماثلة، فسيبغى المراجحون لاستفادة من هذا التناقض، فمثل هذه التناقضات يمكن أن تنشأ مؤقتاً في أي سوق ولأي سهم. وبمجرد تحديد المراجحين وجود تباين الأسعار، سيقومون بشراء هذا المنتج بلوخص سعر وبيعها بلعلى سعر. من خلال هذه العملية، يترتب على ذلك ارتفاع الأسعار المنخفضة، وانخفاض الأسعار المرتفعة، إلى أن يعود السعر في السوقين إلى التوازن، حتى يصبح لدينا سعر واحداً للسلعة الواحدة في جميع الأسواق، وهو ما يعرف بقانون السعر الواحد. وبذلك يكون مفيد لكل المشاركين الآخرين في السوق، بحيث يكتشفون أن الأسعار لن تختلف كثيراً عن قيمتها العادلة. (1)

والمراجعة نوعين إما **المراجعة بين العملات** ويطلق عليها في الأسواق الحاضرة بمراجعة

الأسعار المتقاطعة **Cross-rate Arbitrage** (كما يطلق عليها أيضاً المراجعة الثلاثية **Triangular arbitrage**). فلو أن سعر صرف عملتين مع العملة المحلية معلوم، فيصبح من اليسر تقدير سعر الصرف الذي ينبغي أن يكون بين العملتين الأجنبيتين، وهو ما يطلق عليه بالسعر المتقاطع **Cross Rate** وإذا كان سعر الصرف الفعلي بين العملتين الأجنبيتين يختلف عن سعر الصرف التقديري أي السعر المتقاطع، فسوف تتاح الفرصة للمراجحين لتحقيق الأرباح. وبمعلومية سعر صرف العملة المحلية في مقابل عملتين أجنبيتين يمكن تقدير سعر الصرف بين هاتين العملتين (2). فنستطيع تقدير سعر الصرف المتقاطع بين عملتين أجنبيتين وليكن الدولار الأمريكي \$ والجنه الإسترليني £ وفق المعادلة التالية:

$$S_{\$/\pounds} = S_{\$/a} S_{a/\pounds}$$

$S_{\$/\pounds}$ سعر الصرف المتقاطع للجنه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي.

$S_{\$/a}$ سعر الصرف المتقاطع للعملة a مقابل الدولار الأمريكي.

$S_{a/\pounds}$ سعر الصرف المتقاطع للجنه الإسترليني مقابل العملة a

وتشير أنه بمعلومية سعر صرف العملة المحلي مقابل عملتين أجنبيتين يمكن تقدير سعر الصرف بين هاتين العملتين. وهي بذلك عملية تداول من عملة إلى العملة الثانية، ثم تداولها لعملة الثالثة التي هي دورها تقيم بالعملة الأولى، والغرض من ذلك كسب أرباح عن طريق التوجيه التجاري بين 03 عملات. فعلى سبيل المثال، اكتشف سيتي بنك **Citybank** (بنك دولي في نيويورك) أن دويتشه بنك **Deutsche Bank** ستدفع أعلى سعر للدولار مقابل الأورو بـ $0,8171 \$/\pounds$ ، وأن باركليز **Barclays**

(1) Thomas Kirchner, **Merger Arbitrage: How To Profit From Event-Driven Arbitrage**, (John Wiley & sons, New Jersey, 2009) p 4.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (المشتقات) الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 299.

(شركة الخدمات المصرفية والمالية ومقرها في لندن) على استعداد لشراء جنيهه الإسترليني بسعر 1.4650 £/\$ (وبعبارة أخرى أن Deutsche Bank و Barclays على استعداد لشراء هذه العملات بتلك الأسعار). في حين أن سعر الصرف التقاطعي في السوق £/€ 1.1910. ويدرك سيتي بنك أن التبادل الضمني للسعر الصرف التقاطعي £ / € 1.1971 (عن طريق حساب $1.4650 \times 0.8171 = 1.1971$). يمكن لسيتي بنك ممارسة الترويج الثلاثي على عجل من خلال تبادل دولار للأورو مع دويتشه بنك، ثم تبادل الأورو بالجنيه الإسترليني مع كريدي أجريكول (Crédit Agricole) (هي أكبر مجموعة مصرفية في فرنسا، وثاني أكبر سوق في أوروبا)، مع العلم أن كريدي أجريكول تباع جنيهه الإسترليني بسعر أقل من 1.1910 €، وأخيرا تبادل جنيهه الإسترليني بالدولار مع بنك باركليز. والخطوات التالية توضح صفقة التحكيم الثلاثي:

أ. سيتي بنك تباع \$5000000 لدويتشه بنك مقابل الأورو، فتتلقى € 4085500 x \$ 5000000
 $(€4085500 = \$/€ 0.8171)$

ب. سيتي بنك تباع €4085500 لكريدي أجريكول مقابل الجنيه الإسترليني، فتحصل على
 $£3430311 = € / € 1.1910 \div €4085500$

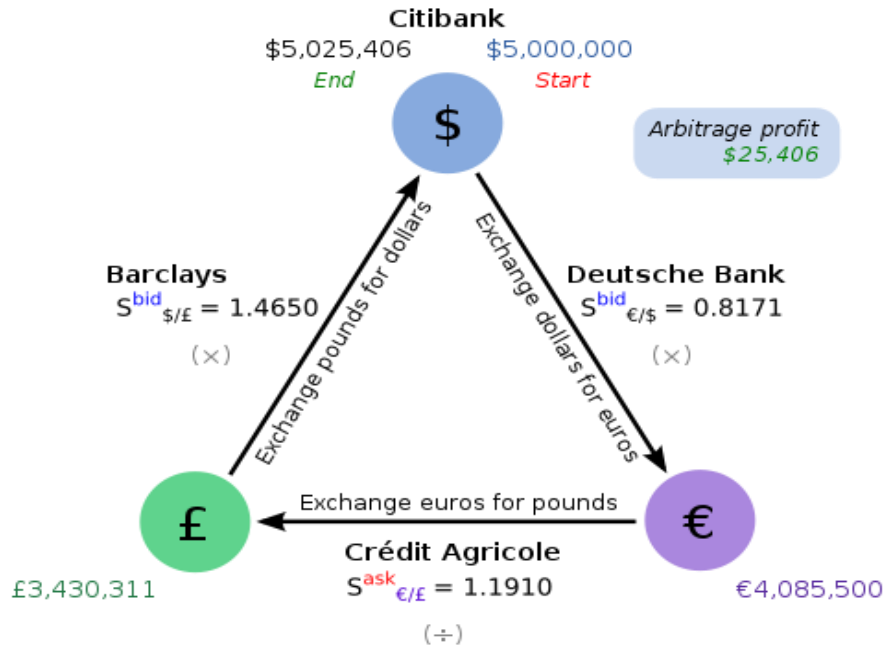
ج. سيتي بنك تباع £3430311 لباركليز للحصول على الدولار، و تحصل على \$5025406
 $(\$5025406 = £ / \$1,4650 \times £3430311)$

د. سيتي بنك يكسب في النهاية من موازنة الأرباح \$25406 على \$5000000 من ماله لتنفيذ هذه
 الإستراتيجية. (1)

والشكل الموالي يوضح هذه الخطوات.

الشكل رقم (32): شكل يوضح عملية المراجعة الثلاثية أو المراجعة التقاطعية

(1) en.wikipedia.org/wiki/Triangular_arbitrage; le: 11/09/2012, à 17:58.



Source : en.wikipedia.org/wiki/File:Triangular-arbitrage.svg; le: 11/09/2012, à 17:58

أما المراجعة بين الأسواق (مراجعة الجغرافية) هي مراجعة في مختلف الأسواق لكسب الأرباح بدون مجازفة. والمراجعة ليست هي نفسها المضاربة، فالمضاربة هو السعي لكسب الأرباح من خلال توقعات الأسعار في المستقبل، وبالتالي فهو أمر محفوف بالمخاطر. أما المراجعة فهي انتزاع الأرباح نشأت من فروق الأسعار بين الأسواق، وبالتالي فهو استثمار بدون مخاطرة. والمراجعة فرصة للاستثمار لن تستمر طويلا، فإن أسعار السوق سرعان ما تصل إلى التوازن من جديد نتيجة لتصرفات المراجحين وبذلك فالفرصة تختفي بمجرد التوازن. (1)

الفرع الثاني: استخدام المشتقات المالية في عملية المراجعة

تسعى إستراتيجية المراجعة إلى الاستفادة من تناقضات السعر الحالي في وأداتين ماليتين (أو المحافظ)، فالمراجعة باستخدام العقود المشتقة في سوق واحد تكاد تكون معدومة حتى من خلال أسعار الصرف المتقاطعة، ولكن نستطيع ذلك من خلال المراجعة بين الأسواق سواء كانت مراجعة بين العملات أو المراجعة الجغرافية (2).

فالمراجعة الجغرافية تكون بالمحاولة للحصول على ربح من اختلاف السعر بين السوق الفوري والسوق المستقبلي، وتعني الشراء بسعر منخفض وإعادة البيع بسعر مرتفع وذلك بين سوقين مختلفين كسوق أوساكا وسوق سانغفورة وهذه العملية تحقق أرباح خالية من المخاطرة. وتعتمد على الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي ولكن هذه الأرباح الناتجة عن عمليات المراجعة لا تستمر لأن

(1) Lishang Jiang, Op. Cit, p 8.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (المشتقات) الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 371.

المراجحين سيغرقون السوق بالتعاملات لتحقيق الأرباح من هذه التعاملات وتلك ستؤدي إلى أن تصل الأسعار المستقبلية والحاضرة أو الفورية إلى مستوى التماثل(1).

أما **مراجعة الأسعار المتقاطعة** فكما سبق وذكرنا عن استحالة المراجعة بين العملات في السوق

الآجل، وذلك بسبب وجود أسعار معلنة لصرف العملات الأجنبية بين بعضها البعض بشكل لا يتيح الفرصة لمثل تلك المراجعة، ومع ذلك نظل هناك فرصة المراجعة بالعقود الآجلة بين عملات متداولة في أسواق مختلفة. فلو أن سعر الصرف الجنيه الإسترليني في عقد آجل استحقاق 90 يوماً في السوق الأمريكي هو 1,52 دولار (£/\$ 1,52)، بينما سعر المارك الألماني في نيويورك هو 0,58 دولار (0,58 DEM/\$)، وسعر صرف الجنيه الإسترليني في سوق فرانكفورت الآجل استحقاق 90 يوماً £/DEM2,693 فالتوازن هناك يكون قد اختل بين السوقين، إذ أن سعر الصرف الإسترليني في المقابل المارك الألماني في سوق نيويورك للعقود الآجلة (استحقاق 90 يوماً) هو £/\$ 1,52 ÷ DEM/\$ 0,58.

هذا يعني أن سعر المارك أرخص في فرانكفورت مقارنة بنيويورك (£/DEM2,693 في فرانكفورت في مقابل £/DEM2,621 في نيويورك) مما يعني أن الجنيه الإسترليني أغلى في فرانكفورت مقارنة بنيويورك. وهنا يستطيع شراء الإسترليني في السوق الحاضر في نيويورك ثم يجري بيعاً لعقود آجلة في تتابع، بحيث:

– يبيع الجنيه الإسترليني في فرانكفورت بعقد آجل بـ £/DEM2,693 على أنه أغلى في ذلك السوق.

– طالما أنه سوف يحصل في تاريخ تسليم العقد الآجل الأول على الماركات من سوق فرانكفورت، فإنه يمكن إبرام عقد آجل ثاني في نفس تاريخ العقد الأول، وبنفس تاريخ التسليم، يتضمن بيع تلك الماركات في نيويورك. ولما كان سعر المارك هناك بـ 0,58 دولار، وهو سعر مرتفع بالمقارنة بنيويورك، فإن الحصيلة المتوقعة الحصول عليها سوف تبلغ 1,562 دولار (0,58 x DEM2,693 DEM/\$).

– ثم إبرام عقد آجل ثالث في نفس تاريخ العقدين السابقين، وفي نفس تاريخ التسليم، يتضمن بيع الدولارات المتوقعة الحصول عليها بمقتضى العقد الثاني مقابل الإسترليني، وهو ما يعني حصيلة قوامها 1,028 جنيه إسترليني (\$1,562 ÷ £/\$ 1,52).

(1) حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، (دار اليازوري، الأردن، 2010)، ص 67.

وبذلك تنتهي عملية المراجعة بالحصول على ربح قوامه £0,028 لأنه سبق واشترى £1 وفي الأخير حصل على £1,028.(1)

المطلب الرابع: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق

الحاضر والرفع من كفاءته

سننتظر في هذا المطلب كيفية استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر وتحقيق الكفاءة للسواق المالي.

الفرع الأول: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر

يعكس سوق المشتقات المالية المنظم للمشاركين في السوق المالي الحاضر عما سيكون عليه أسعار الأصول في المستقبل، مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الأسعار الكامنة إلى مستوى الأسعار المتصور. فأسعار المشتقات تتقارب مع الأسعار الكامنة عند انتهاء عقد المشتق. وبالتالي فالمشتقات تساعد في اكتشاف الأسعار المتوقعة في السوق الحاضر (2).

فلكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر تعتبر من أبرز وظائف عقود المشتقات المالية لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم. ولتوضيح كيف تلعب المشتقات هذه الوظيفة، لنفرض أنك قد اكتشفت أن الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال تعرض البلاد للكساد، ويتوقع معها هبوط أسعار الأوراق المالية. هنا عليك أما تفاضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف، أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق. ومن المتوقع أنك ستفضل السوق الذي يحقق لك العائد أكبر على الاستثمار، وهو بالطبع سوق المشتقات، طالما أنك سوف تحقق معدل عائد أكبر بفضل الرفع، هذا فضلا عن انخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها التعامل في تلك الأسواق. وإذا ما اتفقنا على أفضلية التعامل في أسواق المشتقات، فإنه يصبح من المتوقع زيادة عدد المتعاملين العالمين بالظروف الاقتصادية المستقبلية، أن تزداد عقود المشتقات المبرمة لبيع السهم، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها التي ستكون عليه الأصول في السوق الحاضر في تاريخ التسليم. وهكذا يتضح مفهوم استكشاف السعر الذي يلعبه سوق المشتقات. فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (المشتقات) الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 372، 373.

(2) Derivatives Market (Dealers) Module, Op. Cit, p 10.

الحاضر في التغير لأسباب التي تعكس الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين(1).

الفرع الثاني: استخدام المشتقات المالية للرفع من كفاءة السوق المالي

ثمة هناك علاقة تربط بين الأسعار الحاضرة وأسعار المشتقات المالية، فقد ساهم انخفاض تكلفة المعاملات وسهولة التعامل في أسواق المشتقات على قيام عمليات المراجعة فيما بين الأسواق الحاضرة وأسواق المشتقات، وهذه العمليات من شأنها إزابة الفروق السعرية بين هذه الأسواق(2). كما تسمح المشتقات المالية بالتجارة الحرة وبالتالي تحسين كفاءة السوق ، إذ يمكن للتجار استخدام المشتقات المالية كبديل للأدوات المالية الأساسية . ففي الكثير من الحالات يجد التجار المشتقات أداة أكثر جاذبية من السندات المالية، والسبب في ذلك أن أكبر كمية من السيولة في السوق تقدمها المشتقات المالية، كما تعتبر تكاليف المعاملات المرتبطة بتداول المشتقات منخفضة بالمقارنة مع تكاليف التبادل التجاري للأدوات المالية الأساسية(3). وبالتالي أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة، لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضر وهذا ما يزيد من كفاءة الأسواق المالية(4).

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر(المشتقات) الجزء الثاني، مرجع سابق، ص ص 16، 17.

(2) أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص 14.

(3) Gaurav Dhingra, An Understanding Of Financial Derivatives, (Magazine The chartered accountant, march 2004), p 977.

(4) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر(المشتقات) الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 24.

المبحث الثاني: مخاطر استخدام المشتقات المالية وإدارتها

على الرغم من أن نشوء المشتقات المالية سببه استخدامها لإدارة المخاطر المختلفة في الأسواق، إلا أن الاستخدام الكبير والسيئ لها نتج عنه عديد من المخاطر التي قد يتعرض لها مستخدميها . فقد كشف العديد من الكتاب الغربيين عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات، وفي مقدمتهم الكاتب النمساوي الشهير "بيتر داركر " أحد رواد الإدارة الحديثة الذي يرى أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها علمية، في حين أنها لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في "مونت كارلو، ولاس فيجاس"، ووصف آخرون سوق المشتقات بأنه نوع من المقامرة، وبيت للعب القمار (1).

ولذلك فالإدارة السليمة لمخاطر المشتقات تتطلب على المستثمرين وضع إجراءات مكتوبة تحدد بوضوح توجهاتها في هذا الشأن . وينبغي أن تكون إدارة مخاطر المشتقات تشكل جزءا من إدارة المؤسسة للمخاطر وتكون متكاملة ومتوافقة مع توجهات المؤسسة ومستواها، ورأس المال الاستثماري، وإستراتيجية المؤسسة، والخبرة والرغبة في المخاطرة. (2)

المطلب الأول: مخاطر المشتقات المالية

ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو الأدوات المشتقة إلى مخاطر ائتمانية، ومخاطر السوق قانونية، مخاطر تشغيلية ورقابية، مخاطر السيولة، مخاطر التسوية وأثر الرفع المالي.

الفرع الأول: المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق

أولا. المخاطر الائتمانية: وهي مخاطر الطرف المقابل في العقد المشتق نتيجة التقصير وعدم قدرة الطرف المقابل على الوفاء بالتزاماته المالية في الأوقات المحددة طبقا لشروط العقد _خاصة عقود مشتقات OTC_، فمخاطر الطرف المقابل هو خطر مهم لا بد من أن يثار حيث أصبح هذا الخطر أكثر بروزا. وبذلك فإن أغلب المتعاملين بهذا العقد يستخدمون ضمانات للحد من مخاطر الطرف المقابل ، ووفقا لمسح

الإيسدا ISDA (*) 2006، فإني 63% من المشتقات مضمونة من خطر الطرف المقابل لهذا العقد (1).

(1) بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق.

(2) **Derivatives Risk Management Guideline**, Autorité des marchés financiers (AMF), August 2010, p7.

(*) **ISDA International Swaps and Derivatives Association**: وهي الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات هي منظمة مهنية تجمع بين المستثمرين الرئيسيين في أسواق المشتقات المالية، والتي تهدف أساسا إلى توفير عقود للمعاملات موحدة ومعيارية.

وهناك العديد من التعريفات لمخاطر الائتمان والتي تعتمد على المصادر المحتملة للخطر، والتي قد تكون من العميل أو من الأصل الذي يستخدمه. والبنوك على وجه الخصوص تتركس قدرا كبيرا من الوقت والتفكير في تحديد وإدارة مخاطر الائتمان، وهناك مصدرين أساسيين لمخاطر الائتمان: تقصير من جانب أي طرف في العقد المالي، والتغير في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (التي تنتج عن التغيرات في ظروف السوق المالية، والتغيرات في البيئة الاقتصادية). (2)

ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في السوق الموازية منها في البورصات الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في السوق الموازية بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي تتم التعامل معها (3). أما في البورصة فيتم حصر كمي لمخاطر الخسارة بتسوية تغيرات في قيمة مراكزهم يوميا من المخاطر الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة، وتتم هذه التسوية وفقا لقواعد محددة في البورصة (4).

ثانيا. مخاطر السوق: وهي درجات التغير التي تحدث في متغيرات السوق كأسعار الفائدة، أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأصول المالية، والتي تؤثر سلبا على أرباح وعوائد المؤسسات. والمتغير الرئيسي لمخاطر السوق هي مخاطر أسعار الفائدة - الخطر على العوائد المتصلة بالتغيرات في أسعار الفائدة-، وتنشأ مخاطر أسعار الفائدة من اختلافات بين توقيت التغيرات في أسعار الأصول وتوقيت التدفقات النقدية أي الاختلافات الزمنية في فترة الاستحقاق للأسعار الثابتة وأسعار أصول العائمة للبنك (مخاطر إعادة التسعير)؛ كما تنشأ من تغيير العلاقة بين منحنيات العائد المختلفة التي تؤثر على أنشطة بنك (مخاطر الأساس)؛ وتنشأ كذلك من علاقة غير صحيحة في الأسعار المكتسبة والمدفوعة بإدارات مختلفة (المخاطر القاعدية). أما مخاطر الأسعار بتبطل ارتباطا وثيقا بمخاطر أسعار الفائدة، وهو خطر على الأرباح الناجمة عن التغيرات في قيمة الأدوات المالية. (5)

وبذلك فمخاطر السوق تظهر نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية المشتقة في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطا في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة الأداة المشتقة (6). وتكون هذه التغيرات في القيمة داخل السوق نتيجة لما يلي:

(1) Michael S.Gibson, Credit Derivatives and Risk Management, (Finance and Economics Discussion Series by Federal Reserve Board, Washington, May 22, 2007), p15 .

(2) Charles tapiero , Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods, (John Wiley & Sons Ltd, England, 2004), p 13.

(3) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 217.

(4) طارق عبد العال، المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-، (الدار الجامعية، مصر، 2001)، ص 265.

(5) **Derivatives**, FHFB Office of Supervision, Examination Manual April 2007, p 5.

(6) بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق.

1. التقلبات في مستوى الأسعار كنتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بالأداة المالية المشتقة، مما يؤثر في قيمة عقود المشتقات المالية نفسها.
2. عدم تناسب بين مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عقود المشتقات، وبين مقدار الانخفاض أو الارتفاع في قيمة الأصول التي تحميها تلك العقود مع الأخذ في الاعتبار أن حجم التعامل في الأدوات المشتقة يفوق بمراحل حجم الأصول المرتبطة بها.
3. عدم المقدرة على تسهيل الأداة المشتقة بالتخلص منها عند الحاجة لذلك بسبب وجود خلل في معدلات الطلب على تلك الأداة أو بسبب عدم رغبة الطرف المتعامل معه استنادا على خلل في العقد ذاته(1).

و يتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها و كذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، و بحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة(2).

الفرع الثاني: المخاطر القانونية، التشغيلية والرقابية

المخاطر القانونية مخاطر ترتبط بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس. (3)

كما أن التغيرات في البيئة القانونية كإدخال تغييرات عكسية في قوانين الضرائب أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية أو غيرها من التعديلات تؤدي إلى بعض المخاطر ومن الضروري تحديد ومعالجة القضايا التي تؤثر في القدرة على تنفيذ العقود، ذلك لأن مخاطرة عدم القدرة على التنفيذ تعني أن عقدا ما يتمتع بالمزايا الايجابية غير أنه لا يمكن تنفيذه. وقد يعزى ذلك على عدم تحويل الطرف الآخر بالصلاحيات اللازمة للتعاقد أصلا أو من الإعلان عن أن مجموعة من العقود قد غدت فجأة غير قابلة للتنفيذ. (4)

أما المخاطر التشغيلية هي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة

(1) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 217، 218.

(2) سحنون محمد، محسن سميرة، مرجع سابق.

(3) طارق عبد العال، مرجع سابق، ص 266.

(4) عدنان الهندي، مرجع سابق، ص 25.

المشتقات والتعامل بها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات المالية، و بين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة. كما أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية

يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة(1).

والمخاطر الرقابية هي تلك المخاطر المتعلقة بأي خسائر ناتجة عن فشل نظام الرقابة الداخلية للمنشأة في منع أو اكتشاف أي أخطاء أو مشكلات قد تعوقها عن تحقيق أهدافها التشغيلية أو المالية أو القانونية من حيازة عقود المشتقات المالية ويرجع الفشل في هذه الحالة إلى عدم الفهم الكافي من قبل إدارة المنشأة للخصائص الاقتصادية لعقود المشتقات المالية مما يؤدي إلى تصميم غير مناسب لنظم الرقابة عليها(2). ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري أن لا يجمع شخص واحد بين الدورين معاً، للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.(3)

الفرع الثالث: مخاطر السيولة، التسوية ومخاطر الرفع المالي

أولاً. مخاطر السيولة: وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة. وتشمل مخاطر السيولة عدم القدرة على إدارة الانخفاضات الغير مخطط لها أو التغييرات في مصادر التمويل وتسمى مخاطر سيولة التمويل. كما تنشأ أيضاً من عدم القدرة على التعامل مع التغييرات في ظروف السوق التي تؤثر على تسهيل الأصول بسرعة وبأقل الخسائر في القيمة وتسمى مخاطر سيولة السوق. وجميع المؤسسات العاملة في مجال المشتقات تواجه هذين النوعين من مخاطر السيولة.

I. مخاطر سيولة التمويل: هو احتمال عدم قدرة المتعاملين على تلبية متطلبات التمويل بتكلفة معقولة، وغالبا ما تنشأ من عدم تطابق التدفق النقدي للمشتقات خاصة عقود المبادلة، وممارسة الخيارات. وركز النمو السريع للمشتقات المالية في السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا على تأثير تدفق النقد لهذه الصكوك، كما قد تنتج أيضا نتيجة للاحتياج إلى سيولة نقدية إضافية التي يتطلبها الهامش للإنتهاء المبكر للعقد.

II. مخاطر سيولة السوق: هي مخاطر عدم قدرة المتعامل على الخروج من العقد أو تبادل المراكز بسرعة، وبكميات كافية وبسعر معقول. وهذا يرجع إلى عدم عمق السوق، واختلال ه، أو عدم قدرة المتعامل الوصول إلى السوق، فأسواق المنتجات الغريبة أو الجديدة تفتقر إلى العمق بسبب قلة المشاركين

(1) بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق.

(2) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص ص 218، 219.

(3) سحنون محمد، محسن سميرة، مرجع سابق.

في هذا السوق. فعادة يمكن للأسواق السائلة أن تصبح غير سائلة خلال فترات اضطراب السوق (فعلى سبيل المثال، انهيار سوق الأوراق المالية في أكتوبر 1987 وسببه أن البائعين أكثر من المشترين). (1) ولذلك فبالرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك نتيجة لعوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة (2). بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد يتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى. ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونوا في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات المالية إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق، وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر. (3)

ثانيا. مخاطر التسوية: وتمثل إحدى واجهات هذه المخاطرة في كون القليل من المعاملات المالية تتم تسويته بنفس اليوم وأنيا، ففي الأسواق المالية الأمريكية، مثلا تمتد مدة تسوية قيمة الأسهم إلى خمسة أيام (من تاريخ البيع حتى تاريخ التسوية الفعلية). ولذلك فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا كان السعر الذي باع به يعتبر مرتفعا، ولكن الطرف المقابل يرفض التسديد في التاريخ المحدد للتسوية. أما أكبر مخاطرة تسوية فتتمثل في يوم التسوية ذاته، حيث تكون كل قيمة الأوراق المالية تحت رحمة المخاطرة، عندما لا يتوافق تسليم الورقة مع استلام ما يقابلها نقدا من أموال مستحقة. ويمكن تقليل مخاطرة التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال "شروط تصفية التسويات" في الاتفاقيات الشاملة. وهذا ما يقلل من مخاطرة التسوية التي تتم بنفس العملة. كما أن الكثير من معاملات المشتقات (مثل مبادلات أسعار الفائدة) لا يتم فيه تبادل أصل المبلغ بتاريخ الاستحقاق. غير أن مقاصة التسويات لا تعالج مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة. فهناك مخاطرة كبيرة هنا تتمثل بسبب التسديد بالعملات الأجنبية، سواء أنيا أو آجلا. (4)

(1) Risk Management of Financial Derivatives, Comptroller's Handbook, (Washington, January 1997), p [35- 37].

(2) بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق.

(3) عرابة رباح، أحضري دليلة، نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات المالية في إحداث الأزمات المالية ، الملتنقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية ، يومي 13، 14 مارس 2011، جامعة خميس مليانة.

(4) عدنان الهندي، مرجع سابق، ص 24.

ثالثاً. **مخاطر الرفع المالي**: تعتبر من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضاً، فأنثر الرفع المالي العالي مشترك بين جميع هذه الأدوات. فالمستثمر يودع ببساطة 10% (في بعض الأحيان 5 أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، و يمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد(1).

المطلب الثاني: إدارة مخاطر المشتقات المالية

لشيراً ما يتردد أن المشتقات المالية تنقل المخاطرة من الراغبين في تقليلها إلى الطرف الأقر على تحملها، وهو افتراض بحث، فهناك فرق جوهري بين الرغبة في تحمل المخاطرة وبين القدرة على ذلك. فالطرف المجازف في المشتقات لا ريب أنه راغب في تحمل المخاطر، لكن هذا لا يعني بالضرورة أنه قادر بالفعل على تحملها، كما أشار لذلك ضمناً آلان جرينسبان الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الفيدرالي حين قال "إن رؤيتنا لاحتواء المخاطر قائمة على أساس نقل المخاطر إلى أولئك الذين لديهم الرغبة ويفترض أن لديهم القدرة، على تحملها" وبطبيعة الحال فإن هذا الافتراض لا يلزم تحققه بالضرورة، يوجد من المجازفين من يملك الرغبة في تحمل المخاطرة مع كونه الأقل قدرة على تحملها. وحيث أن المشتقات تولد دخلاً حاضراً للطرف المجازف، فالحاجة الآنية قد تدفعه لتحمل مخاطر لا يستطيع احتمالها بسبب نقص السيولة (2). لذلك يجب أن تملك كل مؤسسة وسيلة فعالة لقياس ومراقبة المخاطر المتعلقة بالمشتقات.

ولكن كيف نقوم بإدارة المخاطر المالية الخاصة بالمشتقات المالية؟

الفرع الأول: تحديات إدارة مخاطر المشتقات المالية

من الواضح أن المشاركين في السوق المالي يجدون في المشتقات المالية أدوات مفيدة لإدارة المخاطر ويتم استخدامها من قبل ثلاثة أنواع من المشاركين في السوق: البنوك التجارية وبنوك الاستثمار، والمستثمرين. ومع ذلك، فالمشتقات المالية تشكل تحديات لإدارة المخاطر الخاصة بها. ولنأخذ كمثال مخاطر الائتمان لفهم هذا التساؤل كونها تعتبر من أكثر المخاطر التي يتعرض إليها مستخدميها، خاصة مشتقات OTC، فهي تعتبر من أكثر الأدوات تداولاً، فخلال سنة 2007 كان حجم تداول المشتقات في السوق المنظم لا يتجاوز 80 تريليون دولار أمريكي أما العقود المتداولة في السوق الغير المنظم فهي تتجاوز 600 تريليون دولار أمريكي.

(1) سحنون محمد، محسن سميرة، مرجع سابق.

(2) سامي بن إبراهيم سويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، (البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2008)، ص 41.

فهناك أربعة تحديات لمخاطر الائتمان، فالمشتقات تقوم بتحويل مخاطر الائتمان بطرق معقدة قد لا تكون سهلة الفهم، وبذلك يمكن أن تخلق مخاطر الائتمان وبذلك يجب فهمها. والمشتقات المعقدة تعتمد على نماذج معقدة لاستخدامها، مما يؤدي إلى خطر هذا النموذج المختار. كما أن هناك وكالات التصنيف الائتماني تفسر هذا التعقيد للمستثمرين، ولكن يمكن أن يساء فهم تصنيفاتها، ونتيجة ذلك قد تخلق عدة مخاطر.

I. مخاطر الائتمان: في الواقع فالمشتقات المالية لا تزيل مخاطر الائتمان إنما تقوم بمجرد نقلها، ونتيجة لذلك، فإن شخص ما، وفي مكان ما، سوف يخسر المال. فعلى الرغم من أن المشتقات لا يمكنها القضاء على الخسائر الناجمة عن المخاطر المالية، ولكن يمكنها أن تحول المخاطر بطرق معقدة وقد لا تكون سهلة الفهم مثل عقود مبادلة أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها... لكن هل يعي المشاركون في السوق تعرضهم للمخاطر المتعلقة بالمشتقات المالية المعقدة؟ ونظرا لاتساع نطاق المشاركين في السوق الذين ينشطون فيه، لا توجد وسيلة حاسمة للرد على هذا السؤال. ومع ذلك، يمكن أن نشير إلى أن بعض المشاركين في السوق لا يقدرون تماما التعرض للمخاطر نتيجة مشاركته م في سوق المشتقات. ففي عام 2001، أمريكيان اكسبريس "خسرت مئات الملايين من الدولارات على الاستثمارات في التزامات الديون المضمونة CDO(1*)" ونقلت الصحيفة عن الرئيس التنفيذي لشركة أمريكيان اكسبريس قوله انه "لم يفهم خطر" امتلاكه لـ CDO.

II. المقابل لهذا الخطر: والمقابل لهذا الخطر هي مخاطر الطرف المقابل في العقد المشتق نتيجة التقصير وعدم دفع ما يملكه بموجب العقد خاصة في عقود مشتقات OTC، فمخاطر الطرف المقابل هو خطر مهم لا بد من أن يثار حيث أصبح هذا الخطر أكثر بروزا. لذلك فإن أغلب التجار يستخدمون ضمانات للحد من مخاطر الطرف المقابل، ووفقا لمسح الإيسدا ISDA 2006، فليق 63% من عقود المشتقات مضمونة من خطر الطرف المقابل لهذا العقد. ومع ذلك، وعلى الرغم من الاستخدام الواسع النطاق للضمانات والهامش، هناك بعض التحديات الهامة لإدارة المخاطر المرتبطة بمخاطر الطرف المقابل على المشتقات الائتمانية. وأهمها هو مقاييس التعرض لخطر المشتقات المعقدة، وإحدى هذه المقاييس الرئيسية هي "الاحتمال التعرض له" ذا الخطر" فهو يأخذ بعين الاعتبار التحركات المستقبلية المحتملة لهوامش الائتمان أو الافتراضات المستقبلية التي يمكن أن تخلق مخاطر أكبر إذا تحرك السوق لصالح التاجر. لذا فالمشاركون يدركون الحاجة لقياس التعرض المحتمل لمخاطر الائتمان للمشتقات المعقدة في المستقبل وكذلك الصعوبات

(*) التزامات الديون المضمونة CDO: وهي مجمع قرضي يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 سنة، وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 إلى 30 سنة.

III. أخطار النموذج: المشتقات المالية المعقدة تتطلب نماذج معقدة للتقييم وللتحوط مما يؤدي إلى خطر استخدامها، فخطر الخسارة الناجمة عن نموذج معيب يطلق عليه بخطر النموذج. وبالفعل تحققت هذه المخاطر المتعلقة بخطر النموذج في ماي 2005 بعد تخفيض التصنيف الائتماني لجنرال موتورز إلى وضع أقل من درجة الاستثمار، فتحركت أسعار السوق لبعض مؤشرات الائتمان القطاعية بطرق من شأنها أن تعتبر إما غير قابل للتصديق للغاية أو مستحيلة، وفقا نماذج معينة كانت تستخدم لتقييم وإدارة المخاطر في ذلك الوقت.

IV. وكالة تصنيف المخاطر: فوكالات التصنيف تلعب دورا هاما في سوق المشتقات ولكن يمكن أن يساء فهم تصنيفاتها، مما قد تساعد على خلق المخاطر. ففي تقرير بحثي للبنك المركزي الأمريكي، في سوق التمويل المنظم، بما في ذلك سوق المشتقات، والتي تعتمد اعتمادا كبيرا على تقييمات (لجنة النظام المالي العالمي، 2005). بأن الكثير من المستثمرين يعتمدون على وكالات التصنيف لتقييم مخاطر الائتمان في معاملة خاصة نظرا للطبيعة المعقدة للمشتقات. ومع ذلك، وفقا لذلك التقرير، فالمؤسسات الاستثمارية الكبيرة لا تعتمد فقط على التصنيفات لاتخاذ القرارات الاستثمارية، وهذا ما يدل على فهمها الجيد لوكالات التصنيف.(1)

الفرع الثاني: قياس ومراقبة مخاطر المشتقات المالية

- يجب أن يكون لكل مؤسسة وسيلة فعالة لقياس ومراقبة مخاطر الائتمان والمشتقات، ويجب السيطرة بحكمة على بيئة هذه العقود ويجب أن تشمل ما يلي :
- الرقابة الفعالة من طرف مجلس الإدارة
 - السياسات والإجراءات الفعالة
 - قوة المراجعة الائتمانية، والموافقة، وحدود العمليات .
 - يجب أن تكون نظم قياس المخاطر دقيقة والتحقق من صحتها .
 - فعالية تقارير المخاطر، والرصد، وعمليات الموافقة على الاستثناءات. كما يجب أن تصل في الوقت المناسب
 - يجب أن تكون المعايير التي تقوم عليها وثائق الائتمان سليمة.
- فيجب السيطرة على المخاطر الائتمانية بدقة من خلال عملية الائتمان الرسمية والمستقلة، وأن تسترشد أنشطة الائتمان من خلال السياسات والإجراءات فعالة. وللتخفيف من تضارب المصالح، وينبغي أن تكون وظيفة الموافقة على الائتمان مستقلة عن وحدة المخاطر ويعمل به موظفين مؤهلين، كما يجب الحفاظ على استقلال كل من التقييم الأولي للائتمان، وإنشاء خطوط ائتمان الطرف المقابل، والرصد

(1) Michael S.Gibson, Op. Cit, p p [12-18]

والإبلاغ عن التعرض، والموافقة على الاستثناءات ، وعادة ما يتم تنفيذ هذه المهام من قبل قسم الائتمان في المؤسسة وغالبا ما تكون هذه المؤسسات عبارة عن بنوك.

ولأجل فعالية تقييم التعرض للمخاطر وتعيين حدود الائتمان المناسبة، يجب أن يمتلك الموظفين

المسؤولين عن الموافقة ومراقبة مخاطر الائتمان الفهم الجيد للمشتقات المالية، ومصدر التعرض لهذا الخطر، وعوامل السوق التي تعرض المؤسسة لخطر الائتمان. كما ينبغي لموظفي الائتمان تلقي التدريب المستمر على الأدوات المالية المشتقة، وتقنيات إدارة المخاطر، وأساليب قياس مخاطر الائتمان . وينبغي أيضا أن تستعرض دوريا الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة للأدوات المشتقة وتعيين تصنيفات مخاطرتهم. كما يجب على تجار مشتقة أيضا وضع ضوابط أن تقييم مدى ملاءمة المعاملات المحددة للأطراف المقابلة لعقودهم(1).

(1) Risk Management of Financial Derivatives, Op. Cit, p p [46-47]

المبحث الثالث: انعكاسات المشتقات المالية

في فيفري 2003، ألقى (وارن بافيت) - أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال - خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثاوي (Berkshire Hathaway) في هذا الخطاب وصف (بافيت) المشتقات المالية بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي". وأضاف: "إنها مثل جهنم: يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها". ويقول: "إن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ". ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل". حينما أطلق (بافيت) هذه التصريحات، وقف البعض منها موقف الاستغراب، وبعضهم موقف الاستنكار؛ لأن المشتقات - في نظرهم - أدوات مبتكرة لإدارة المخاطر وتوزيعها بكفاءة، ومن ثم السيطرة عليها وتقليلها. لكن الأيام - للأسف - أثبتت بُعد نظر هذا الرجل وصدق حدسه، فالكارثة المالية التي تجتاح العالم اليوم أحد أهم أسبابها هو المشتقات المالية. فما هو دور المشتقات المالية في خلق الأزمات المالية؟ وكيف أدت إلى الكارثة التي نعيشها الآن؟ (1)

المطلب الأول: دور المشتقات المالية في تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008

المنتجات الجديدة هي بلا شك أهم الابتكارات المالية في السنوات الثلاثين الماضية، والمشتقات إحدى هذه الابتكارات وهي موجودات مالية تعتمد قيمتها على سعر أحد الأصول الأساسية: الأسهم، وأسعار الفائدة مؤشر، والمواد الخام... وهذه الأدوات تسمح للعملاء بتحديد مقدم السعر الذي يتكّنهم من شراء أو بيع كمية معينة من الأصول الأساسية، وبالتالي فإنه يتم استخدامها للتحوط من مخاطر الأسعار، ولكن بالطبع يمكن أيضا استخدامها لاتخاذ مواقف المضاربة، وعلى هذا النحو، فإنها تثير مخاوف جدية، فقد شبهها سميت من قبل Alfred Steinherr "بالوحش البري" أما Warren Buffet فقد شبهها "بأسلحة الدمار الشامل". (2)

ومن وجهة أخرى فعلية تبادل المخاطر ما هي إلا عبارة عن مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع. وهذا ما يجعل المشتقات من أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما هي مجرد تبادل للمخاطرة. فالمشتقات بذلك مبادلات صفرية ولكنهم يقولون إنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد إلا أنها على المستوى الكلي إيجابية، لأنها ترفع مستوى إنتاجية الاقتصاد عموما ومن ثم ينتفع جميع الأطراف. وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنبا إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج. ولكن

(1) سامي بن إبراهيم السويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي،

مجموعة من الباحثين، مركز البحث العلمي، جدة، 2009، ص41.

(2) Gunther Capelle-Blancard, LES MARCHES DERIVES SONT-ILS DANGEREUX?, Capelle-Blancard G, 2009, paris, p 157.

في واقع الأمر فأسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي (1). فـللسنوات الماضية تضاعف فيها حجم المشتقات بشكل هائل، ففي 2007 وصل حجم أسواق المشتقات إلى 685 تريليون دولار، أما وفق المسح الأخير لبنك التسويات الدولية وكما رأينا الفصل الأول فقد كانت القيمة الاسمية للسوق المشتقات في 2011 نحو 1.4 كوادريليون دولار، فلو تم مقارنتها بقيمة الأسهم والسندات فإن القيمة السوقية للأسهم حوالي 36 تريليون دولار، أما السندات فقيمتها تقارب لـ 72 تريليون دولار. وبذلك فهي:

- 40 مرة من سوق الأسهم العالمي.

- 10 أضعاف من قيمة الأسهم والسندات.

- و 23 مرة من إجمالي الناتج المحلي العالمي. (2)

وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى. والسبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر. حيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاطي الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا ما حصل بالضبط. ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: فمرة تبدأ بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي،

ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعاً لذلك. (3)

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال سنين عديدة، كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة، والتي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها J.lipen في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1993 «لم أعرف موضوعاً يجعله الناس قدر المشتقات». ففقدان الفهم هذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها. وعليه فهي تعتبر واحدة من أكبر عناصر الخطر الحالية، حيث تسببت في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة

(1) سامي سويلم، المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، ص 2، على الموقع:

www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/323.rar, Le 22/02/2012 ; à 17 :44

(2) Why Derivatives Caused Financial Crisis, sur le site :

seekingalpha.com/article/198197-why-derivatives-caused-financial-crisis,le 27/06/2012, à 22 :50

(3) سامي سويلم، المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، ص 2، مرجع سابق.

يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات، بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجز "Barings Brothers and company bank" الذي عصفت به رياح المشتقات. (1) وانطلقت بداية الأزمة الجديدة مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة، هي "ليمان برادرز" عن إفلاسها، وهذه كانت بداية الومزية الخطرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من مذبحة الكساد الكبير في عام 1929، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية، التي تأسست في القرن التاسع عشر، وهذا ما أكد تنبؤات ألن غرسيبان، رئيس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق، بأن مؤسسات مالية كبرى جديدة ستسير على درب "ليمان برادرز".

شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأميركية ما بين 2001 - 2006، البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر، والذي يقوم على منح المقترضين قروضا بدون ضمانات كافية، وبمخاطر كبيرة مقابل سعر فائدة أعلى، والهدف هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، وقد بلغت تلك القروض نحو 1,3 تريليون في مارس 2008. ثم توسعت المؤسسات المالية الكبرى في منح القروض للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات بما يزيد عن سبعمائة مليار دولار. ومنح هذه القروض كان قائما على فرضية عدم وجود خسارة أبداً، حتى لو لم يتمكن المقترض من سداد قرضه، فإن سعر المسكن سيزيد مع الزمن، وسيتمكن هذا المقترض من بيع بيته أو يتم الحجر عليه وبيعه بسعر أعلى. ولكن الذي حصل هو أن ارتفاع سعر الفائدة أدى إلى تغيير في طبيعة السوق الأميركية، ومن ثم قل الطلب على العقار نتيجة ارتفاع أسعاره المبالغ فيها، وبالتالي بدأت أسعاره تتهاوى تدريجياً حتى انخفضت انخفاضاً شديداً. فلذلك المواطن الأمريكي أنه أمام خيارين: إما أن يستمر في تسديد قرض أصبح أعلى من سعر منزله فيما لو سدده دفعة واحدة، أو يمتنع عن التسديد ويترك منزله لكي يستولي عليه البنك، وهو الحل السليم في نظره.

وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو 100 مليار دولار، تبع ذلك زيادة عروض المنازل المرهونة للبيع، مما أدى إلى الضغط أكثر على أسعار العقار، وقد زادت عدد المنازل المعروضة للبيع في الولايات المتحدة 75% عام 2008 حيث بلغ عددها 2,2 مليون منزلاً. فأصبحت شركات التأمين في مأزق كبير، بسبب تأمينها على تلك القروض. وشعر المواطن الأمريكي الذي كان يربط ودائعه بالبنوك بخطر شديد، وبدأ بفك تلك الودائع، وضعفت قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي وهدد بحدوث كساد كبير. وبالتالي انخفضت إيرادات البنوك، وبدأت بتسريح موظفيها. أصبحت مطلوبات البنوك وشركات التأمين أكثر من إيراداتها، وهو ما أدى لإعلان بعض البنوك إفلاسها، للاستفادة من نظام إفلاس الشركات المعمول به في أمريكا، وذلك

(1) سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص7.

لحمايته من دائنيه، والهروب من المطالبات المستقبلية(1)، وبذلك بدأت أزمة مالية عالمية في سبتمبر 2008 والتي اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929، ابتدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم ليشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام 2008 م إلى 19 بنكاً، كما توقع آنذاك المزيد من الانهيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها 8400 بنك. (2)

ولكن السؤال الذي يثار هنا ما هي الأسباب الاقتصادية وراء هذه الأزمة؟

الفرع الأول: الأسباب الاقتصادية للأزمة المالية العالمية 2008

هناك جذور اقتصادية لهذه المشكلة، تعود إلى زيادة في حجم القروض العقارية الممنوحة برهونات عقارية من قبل المؤسسات المالية الأمريكية بمعدل فائدة متغيرة (تزداد كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة) ودون وجود ضمانات كافية. وأسباب أخرى يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (16): يوضح الأسباب الاقتصادية للأزمة المالية

السبب	سبب الاستخدام	نتائجها
سوء استخدام الإقراض العقاري (3)	على خلفية وفرة الائتمان، وانخفاض أسعار الفائدة، وارتفاع أسعار المنازل، وتخفيف معايير الإقراض إلى درجة أن العديد من الناس استطاعوا شراء المنازل التي لا يمكنهم تحمل سعرها. عندما بدأت الأسعار في الهبوط والقروض تسوء، فحدث هناك صدمة شديدة على النظام المالي.	فالإقراض غير المسؤول لعب بالتأكيد دوراً، فقروض الرهن العقاري كانت (حوالي 1-1,5 تريليون \$ في ذروتها) لكنه يعتبر جزءاً صغيراً نسبياً من إجمالي السوق العقارية في الولايات المتحدة (نحو 11 تريليون \$) وإجمالي الائتمان والديون غير المسددة في السوق (حوالي 50 تريليون \$).
عدم وجود الشفافية والمساءلة في	بالنظر إلى السلسلة التي تم من خلالها تسويق بعض قروض الوهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها بأشكال غريبة وكميات ضخمة، دون الخوف من عدم	وبذلك يمكن أن نلاحظ أن جميع من ساهموا في عملية تسويق للقروض العقارية كانت تنقصهم الشفافية والرقابة والمحاسبة، إذ أن كلاً منهم كان

(1) محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، (مجموعة زاد للنشر، جدة، 2009)، ص ص 7، 8.

(2) الداوي الشيخ، الأزمة العالمية، انعكاساتها وحلولها، المؤتمر العلمي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، يومي 13، 14 مارس 2009، جامعة الجنان، طرابلس، ص 9.

(3) Edward Vincent Murphy, **Alternative Mortgages: Causes and Policy Implications of Troubled Mortgage Resets in the Subprime and Alt-A Markets**, (CRS Report for congress, October 8, 2008), p10, sur le site :<http://crs.wikileaks-press.org/RL33775.pdf> ; le 27/06/2012, à 20 :55

<p>يحاول أن يحقق أقصى قدر ممكن من الربح بعد أن يلقي بعبء المخاطر على الطرف الآخر، وكان من الواضح تماماً أن مصلحة الفرد لم تخدم مصلحة المجتمع وفقاً لمنطق اقتصاد السوق وفرضية اليد الخفية. وهنا نلمس نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة. فالبنوك التجارية تخضع في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تتعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية وصناديق التحوط أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية.</p>	<p>قدرة المقترضين على السداد، ومن ثم منحها درجات ائتمانية عالية لا تستحقها بالتعاون مع شركات تصنيف شهيرة، والتأمين عليها ضد مخاطر عدم الدفع عن طريق شركات تأمين عالمية، ومن ثم جمعها على شكل حزم وبيعها في الأسواق العالمية.</p>	<p>التمويل العقاري (1)</p>
<p>أصبح العديد من البنوك ناجحة باستخدام التوريق، وبمرور الوقت لم يعد استخدامها للحد من المخاطر ولكن لاتخاذ المزيد من المخاطر لكسب المال. وبعدها اشتدت المنافسة ونفذت القروض العقارية مما أدى إلى فقر البنوك وأصبحت القروض العقارية عالية المخاطر، والتي تمت توريقها وبيعها للمستثمرين، أو بمعنى آخر كونت هذه البنوك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية واستخدمتها لإصدار أوراق مالية جديدة (توريقها) يفترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وبذلك استخدمت البنوك الإقراض الأولي بضمان هذه العقارات كرهن على قروض أخرى. إلا أنها كانت مسألة وقت قبل أن تنفجر فقاعة الرهن العقاري واشتعلت في أوت 2007.</p>	<p>التوريق تسمح منشئي الرهن العقاري لكسب الدخل من الرسوم من أنشطة الاكتتاب الخاصة بهم دون أن تترك نفسها عرضة لمخاطر السوق والائتمان أو السيولة لأنها تبيع القروض التي يقدمونها ، والقدرة على تسديد القروض وبيعها، وبالتالي تخليص أنفسهم من المخاطر المصاحبة، أدى بللعديد من البنوك لاقتراض المال حتى من أجل تقديم قروض وسندات لهم لتوريقها.</p>	<p>التوريق (2)</p>
<p>بسبب استمرار تخفيض درجات التصنيف خلال عام</p>	<p>تعرضت هذه الوكالات لحملات نقد واسعة، فعلى خلفية</p>	<p>وكالات</p>

(1) نبال قصبه، أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة، مؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها

وتداعياتها، وعلاجها، يومي 14-16 ديسمبر 2010، جامعة جرش الأردن، ص 3

(2) Ikechukwu A. Acha, **Financial derivatives, global economic crisis and less developed countries (LDCs)**, (Journal of Economics and International Finance, Vol. 2(9), 7 September, 2011), pp 509, 510.

<p>2008 ونظرا لاستمرار حالة التدهور في سوق الرهن العقاري، قل إصدار الأوراق المالية المضمونة بالأصول بنسبة 31% مقارنة بعام 2006 ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى تدهور القطاع العقاري بنسبة تزيد عن 50%. كما قلل المشاركين في السوق من درجة المخاطرة ليست فقط وكالات التصنيف، وبذلك ينبغي على المؤسسات المتطورة القيام بنفسها عمليات التحقيق في نوعية هذه الصكوك.</p>	<p>التصنيف(1) مساهمتها في عمليات التصنيف الجيد AAA للقروض العقارية الثانوية، ولكن في 25 أكتوبر 2007 خفضت وكالتا التصنيف الائتمانية الدولية موديز وستاندرد أند بورز تصنيف 3300 صك توريق، والتي تهدف إلى توفير القروض لتمويل شراء وحدات سكنية والتي نشأت خلال عامي 2005 و2006 وذلك بقيمة 50-60 مليون دولار أمريكي، كما ذكر العديد من النقاد أن تضارب المصالح وعدم وجود تنظيم فعال كان من الأسباب التي أدت إلى فشل وكالات التصنيف، وثمة عامل آخر هو اعتماد السوق المفرط على التقييمات، والتي تم تعزيزها من قبل العديد من القوانين والأنظمة التي تستخدم هذه التقييمات كمعيار للاستثمارات جائزة أو كعامل في مستويات رأس المال المطلوب.</p>
<p>ارتفع التعامل بالمشتقات OTC لما يقارب 95% من مجموع العقود المشتقة، و تتم بصورة خاصة ولا تسجل في الأسواق، وتقدر قيمتها الإجمالية عبر العالم بنحو 700 تريليون دولار، ونتيجة إلى مستويات المخاطر الكبيرة التي تحتويها والناجمة عن سوء إدارتها ونقص الشفافية المصاحب لها والتعقيدات المرتبطة بالمخاطر الحقيقية وراء مثل هذه العقود ومخاطر انتشار آثار هذه إثر انهيار المؤسسات العاملة في هذه العقود بين النظم المالية المختلفة، مثلما حدث مع حالة إفلاس بنك ليمان برادرز ومخاطر الإفلاس التي تعرضت لها المجموعة الأمريكية الدولية AIG عملاق التأمين في العالم، التي أثارت الكثير من الجدل عبر مختلف أنحاء العالم حول ضرورة إدخال إصلاحات هيكلية في الأسواق المالية في العالم. لذلك تتزايد النداءات بضرورة تنظيم هذه المنتجات، وتنميط عقودها لضمان استقرار أسواق المشتقات في العالم، وضمان متانة الأسواق</p>	<p>لأن المشتقات خارج البورصة (بما في ذلك مبادلة الائتمان) يكون غير منظمة إلى حد كبير، والمعلومات تكون محدودة جدا وبذلك تكون عرضة لمخاطر كبيرة وتكون متاحة للمنظمين والمشاركين في السوق. بالإضافة إلى الخسائر الكبيرة التي قد نشير حالة من الذعر بسبب عدم اليقين بشأن مدى وتوزيع تلك الخسائر لدى تاجر المشتقات.</p> <p>المشتقات المالية OTC(2)</p>

(1) يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، (مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد الثاني، 2009، جامعة مسيلة)، ص 97.

(2) محمد إبراهيم السقا، المشتقات المالية .. قبلة العالم الدائمة، 01 ماي 2012، على الموقع:

www.alarabiya.net. Le 29-06-2012, à 23 :51

<p>الأكثر استقراراً من بين هذه المنتجات.</p> <p>انتعش سوق مقايضة مخاطر الائتمان حيث سمحت بالمؤسسات المالية بالاقتراض بأكثر مما مسموح لها فزادت الأموال المضارب بها ، إذ ارتفع من 100 مليار دولار إلى 2 تريليون دولار في 2002، وزاد استخدامها بعد عام 2003. وبحلول نهاية عام 2007، كان مبلغ مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) المستحق (62.2 تريليون دولار أمريكي)، وبحلول نهاية عام 2008 انخفض المبلغ المستحق بنسبة 38% إلى 38.6 تريليون دولار . وانخفض إلى 26.3 تريليون دولار أمريكي بحلول منتصف عام 2010 ولكن وفقاً للتقرير بلغ (25.5 تريليون دولار أمريكي في أوائل عام 2012). فأغلب هذه العمليات تتعامل بها إمبراطوريات الظل خارج البورصة يقامر فيها المتعاملون بعضهم بعض بمنأى عن القيود والضوابط، وخلال شاشة الكمبيوتر أو من خلال الهاتف.</p>	<p>مبادلة مصممة لنقل المخاطر الائتمانية وهي عبارة عن اتفاق على المبادلة المالية حيث يعوض بائع مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) المشتري في حالة عدم سداد القرض أو غيرها من حالات الائتمان. ويسدد مشتري مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) سلسلة من الدفعات ("رسم" أو "هامش" مبادلة مخاطر الائتمان (CDS)) للبائع، وفي المقابل، يتلقى فائدة في حالة عدم سداد القرض. وفي حالة عدم السداد، يتلقى مشتري مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) تعويضات (عادة ما تكون القيمة الاسمية للقرض)، ويستحوذ بائع مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) على القرض المتعثر. وضعت في البداية لإدارة المخاطر، بعدها لتنمو وتصبح أكثر تعقيداً مع مساعدة من الهندسة المالية، وأصبحت بذلك لثوسيط لصفقات المضاربة وأدت إلى زيادة المخاطر بدلاً من تخفيفها.</p>	<p>مبادل مخاطر الائتمان Credit Default Swaps (1) (CDS)</p>
<p>إن النمو المتعاظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حصول نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم . مما أدى إلى حصول فارق كبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حصل تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى والدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة.</p>	<p>جريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة، نتج هذا التوسع في نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة عن الأرباح العالية المحققة فيه، ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير في الاستثمار والمضاربة في هذا القطاع.</p>	<p>نمو نشاط المضاربات (2)</p>
<p>عانت هذه المؤسسات المالية من خسائر كبيرة نتيجة لتخلف عن دفع الرهن العقاري أو تخفيض قيمة الرهن ونتيجة لتراكم المراكز المالية للمؤسسات المالية المبنية على الاقتراض قصير والإقراض طويل، أصبحوا عرضة لمخاطر السيولة. وهذا ما أفقد هذه الأسواق الثقة ورفض تمديد أو تجديد</p>	<p>اتسعت شهية المستثمرين الدوليين لسوق الإسكان بالولايات المتحدة الأمريكية، إذ ساهمت البنوك الاستثمارية من خلال أنواع جديدة من الهندسة المالية والتوريق بتشكيل أي نوع من أدوات الدين في أصول يتم بيعها وشراؤها على مستوى العالم . وللأسف فإن الكثير من هذه الديون كانت قروض عالية المخاطر</p>	<p>المؤسسات المالية (3)</p>

(1) fx7days.com/pedia/Pediadetails.aspx?id=6a91a8d2-11fb-456c-9bf0-ae178111cd54, Le 22-05-2012, à 15 :41

(2) الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مؤتمر الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور نظام الاقتصادي الغربي والإسلامي يومي 13-14 مارس 2009 جامعة الجنان لبنان، ص 10.

(3) يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مرجع سابق، ص 96.

<p>الاتئمان قصير الأجل، كما حدث في بير ستيرنز وغيرها من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. كما انتقلت العدوى إلى المؤسسات المالية الأخرى الغير المصرفية مثل شركات التأمين التي قامت بتقديم تأمينات على هذه الأدوات المالية العقارية (CDS ، CDO) من مخاطر عدم السداد وبالتالي تعاضمت خسائر هذه القطاع، مثل ما حدث لشركة AIG عملاق التأمينات الأمريكي.</p>	<p>لمشتري المنازل من ذوي الائتمان الضعيف أو محدودي الدخل ويطلق عليهم المقريضين ذوي الملاءة المالية المتدنية، ولجعل هذه الأوراق المالية أكثر جاذبية لمتجني المخاطر مثل البنوك، أدمجت هذه القروض العالية المخاطر مع قروض أخرى من المفترض أن تكون أكثر جودة، في أدوات مالية يطلق عليها التزامات الدين المضمونة CDO. حيث اندفع المستثمرون من جميع أنحاء العالم لشراء هذه الأدوات المالية. وتركيبه الرهون العقارية المتدنية الجودة كانت كارثية من الأساس حيث كانت تسعر بفائدة بسيطة وثابتة خلال السنتين أو الثلاث سنوات الأولى وذلك عندما كانت أسعار الفائدة السائدة بعد ذلك، ومع ارتفاع أسعار الفائدة خلال السنتين الماضيتين ومن ثم تباطأ الاقتصاد الأمريكي، فقد تبع تراجع في أسعار المساكن حيث ففرت معدلات تعثر الرهون العقارية بشكل كبير (15%).</p>	
--	---	--

الفرع الثاني: المراحل الكبرى للأزمة العالمية 2008

اندلعت الأزمة المالية العالمية رسمياً في 2007، إذ بدأت بالولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت

العدوى إلى أوروبا وآسيا وباقي دول العالم، ويمكننا إيجاز أحداثها في خمسة مراحل كبرى التالية:

I. المرحلة الأولى: المقدمة (إلى غاية منتصف مارس 2008)

✓ في 9 أوت 2007: جمدت أسواق الائتمان قصيرة الأجل بعد تعليق أحد البنوك الكبيرة الفرنسي

BNP Paribas ثلاثة من صناديقها الاستثمارية التي تبلغ قيمتها 2 مليار يورو، بسبب مشاكل في الرهن

العقاري الأمريكي. بعدها ضخ البنك المركزي الأوروبي 95 مليار يورو في النظام المصرفي في منطقة

اليورو لتخفيف أزمة الائتمان العقاري.

✓ 12 ديسمبر 2007: خمسة بنوك مركزية تعلن تدابير منسقة تهدف إلى معالجة الضغوط في أسواق

التمويل القصير الأجل، بما في ذلك إنشاء خطوط مبادلة الدولار الأمريكي(1).

✓ أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى أعلنت انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة

الرهن العقاري.

(1) George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets - the credit crisis of 2008 and what it means-*, (PublicAffairs, new york, 2008), p p 13, 14.

✓ جانفي 2008: الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (البنك المركزي) خفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% كإجراء استثنائي ثم أجري تخفيضات تدريجية إلى أن وصل إلى 2% بين شهري جانفي ونهاية أفريل.

✓ 17 فيفري 2008 الحكومة البريطانية أمتت بنك "نورذرن روك"

✓ بداية مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض (1).

II. المرحلة الثانية: الأحداث التي أدت إلى إفلاس بنك ليمان براذرز (منتصف مارس وحتى منتصف سبتمبر 2008)

✓ في 16 مارس 2008: جي بي مورغان تشيس JPMorgan Chase يوافق على شراء بير ستيرنز Bear Stearns في صفقة بتسهيل من السلطات الأمريكية.

✓ 4 جوان 2008: وكالة موديز وستاندرد أند بورز التصنيف اتخاذ إجراءات سلبية على شركات التأمين الأحادية MBIA و Ambac مما جدد المخاوف بشأن خسائر تقييم الأوراق المالية على المؤمن من قبل هذه الشركات.

✓ 13 جويلية 2008: تعلن السلطات الأمريكية عن خطط وتدابير لدعم ومساندة الوكالتين أمريكيتين للتمويل العقاري (Freddie Mac و Fannie Mae)، بما في ذلك شراء الأسهم الوكالتين.

✓ 7 سبتمبر 2008: وضعت السلطات الأمريكية Freddie Mac و Fannie Mae تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار (2).

III. المرحلة الثالثة: فقدان الثقة العالمية (15 سبتمبر - أواخر أكتوبر 2008)

✓ 15 سبتمبر 2008: اعترف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه، بينما أعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك Merrill Lynch كما انقفت عشرة مصارف دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحًا، في حين وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.

✓ 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان أكبر مجموعة تأمين في العالم "AIG" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 80% من رأسمالها.

✓ 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية واصلت تدهورها والقروض نضعف النظام المالي، وكثفت المصارف المركزية من العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

(1) الداوي الشيخ، مرجع سابق، ص 10.

(2) 79th Annual Report 1 April 2008–31 March 2009, (Bank for International Settlements 2009), p 18.

- ✓ 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "Load Bank" اشترى منافسه "HSBC" المهدد بالإفلاس. كما أعلنت السلطات الأمريكية أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- ✓ 19 سبتمبر 2008: وجه الرئيس الأمريكي جورج بوش نداء من أجل "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- ✓ 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية طغت على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.
- ✓ الأسواق المالية ضاعفت قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.
- ✓ 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة اشترى بنك JPMorgan منافسه Washington Mutual بمساعدة السلطات الفدرالية.
- ✓ 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، بينما أوروبا جرى تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد وبنغلي".
- ✓ 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي رفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت انهارت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها(1).
- ✓ 3 أكتوبر 2008: الكونغرس الأميركي يوافق على خطة منقحة.
- ✓ 8 أكتوبر 2008: قررت البنوك المركزية الكبرى إجراء جولة منسقة لتخفيضات سعر الفائدة، وسلطات المملكة المتحدة تعلن عن حزمة دعم شامل.
- ✓ 13 أكتوبر 2008: تعلن البنوك المركزية الكبرى على الاشتراك بتوفير كميات غير محدودة من الأموال بالدولار الأمريكي لتخفيف حدة التوترات في أسواق المال، أعلنت أن وزارة الخزانة الأمريكية عن استثمارها 125 مليار دولار لشراء حصص في تسعة بنوك كبرى.
- IV. المرحلة الرابعة: تركيز المستثمرين على الركود الاقتصادي العالمي (أواخر أكتوبر 2008 إلى منتصف مارس 2009)**
- ✓ 15 نوفمبر 2008: دول G20 تتعهد ببذل جهود مشتركة لتعزيز التعاون، واستعادة النمو العالمي وإصلاح النظم المالية في العالم.
- ✓ 25 نوفمبر 2008: إنشاء الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تسهيلات بقيمة 200 مليار دولار لمنح قروض مدعومة ضد توريق القروض الاستهلاكية والتجارية الصغيرة، إضافة إلى ذلك، تخصص ما يصل إلى

(1) الداوي الشيخ، مرجع سابق، ص 11.

500 مليار دولار لشراء سندات المدعومة بالرهن العقاري والأوراق المالية الصادرة عن طريق وكالات الإسكان في الولايات المتحدة.

✓ 16 جانفي 2009: سيطرت السلطات الأيرلندية على "البنك الانجليزي الايرلندي" Anglo Irish Bank، والسلطات الأمريكية توافق على دعم "بنك أوف أميركا" من خلال حصص الأسهم الممتازة وتقديم ضمانات لمجموعة من الأصول المتعثرة.

✓ 19 جانفي 2009: كجزء من حزمة الإنقاذ المالي، قامت سلطات المملكة المتحدة بزيادة حصتها في رويال بنك اوف سكوتلاند Royal Bank of Scotland.

✓ 10 فيفري 2009: قامت السلطات الأمريكية بتقديم خطط لاتخاذ تدابير شاملة جديدة لدعم القطاع المالي، بما في ذلك البرنامج الاستثماري بين القطاعين العام والخاص تصل قيمته إلى 01 تريليون دولار لشراء الأصول المتعثرة. كما اجتمع وزراء المالية G7 (*) ومحافظو البنوك المركزية من جديد والتزامهم باستخدام مجموعة كاملة من أدوات السياسة لدعم النمو والتوظيف وتعزيز القطاع المالي.

✓ 05 مارس 2009: أطلق بنك انجلترا برنامجا تبلغ قيمتها نحو 100 مليار دولار، تهدف إلى الشراء المباشر لإجمالي موجودات القطاع الخاص والسندات الحكومية على مدى فترة ثلاثة أشهر.

V. المرحلة الخامسة: أول علامات الاستقرار (في الفترة من منتصف مارس 2009)

✓ 18 مارس 2009: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يعلن عن خطط لشراء 300 مليار دولار لسندات الخزينة طويلة الأجل على مدى ستة أشهر لتحسين الأوضاع في أسواق الائتمان (1).

✓ 23 مارس 2009: تعلن وزارة الخزانة الأمريكية عن تفاصيل البرنامج الاستثماري بين القطاعين العام والخاص للأصول.

✓ 03 أبريل 2009: قيام وزارة الخزانة الأمريكية بشراء مجموعه من الأسهم الممتازة بقيمة 54.8 مليون دولار من الأسهم الممتازة من 10 بنوك بالولايات المتحدة الأمريكية بموجب برنامج شراء رأس المال.

✓ 06 أبريل 2009: إعلان مجلس الاحتياطي الفيدرالي عن اتفاقات جديدة لتبادل العملات (خطوط المبادلة) مع بنك انجلترا والبنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان والبنك الوطني السويسري لتمكين من توفير السيولة بالعملة الأجنبية من قبل الاحتياطي الفيدرالي المالي في الولايات المتحدة.

✓ 07 ماي 2009: أطلق الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تفاصيل اختبارات التحمل التي أجريت لتقييم السلامة المالية الأكبر 19 مؤسسات مالية أمريكية، معلنا أن معظم البنوك لديها مستويات رأس المال تتجاوز بكثير من المبلغ المطلوب بالنسبة لهم لتبقى برسمة جيدة. إذ حددت نقص في رأس المال

(*) G7: (المعروف أيضا باسم G-7) هي مجموعة التمويل الدولي تتألف من وزراء المالية من الدول الصناعية السبع

الكبرى وهي: فرنسا، ألمانيا الغربية، إيطاليا، اليابان، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، وكندا.

(1) 79th Annual Report (1 April 2008 – 31 March 2009), Op. Cit, p 19.

الإجمالي البالغ 75 مليار دولار لـ 10 بنوك، لتغطية النقص في رأس مالها من خلال إضافات في أسهم عادية.

✓ 13 ماي 2009: اقتراح وزارة الخزانة الأمريكية تعديلات على قانون بورصة السلع وقوانين الأوراق المالية لتعزيز التنظيم أكثر لأسواق المشتقات OTC.

✓ 25 جوان 2009: أعلنت المجموعة الأمريكية الدولية (AIG) عن دخولها في اتفاق مع بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك للحد من الديون المستحقة عليه بقيمة 25 مليار دولار(1).

الفرع الثالث: دور المشتقات المالية في تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008

أصبح الأمر الآن في غاية الوضوح أن السبب وراء الأزمة المالية الراهنة، التي بدأت في الولايات المتحدة، تسببت فيها زيادة طمع المؤسسات المالية الكبرى، حيث كانت البنوك الأمريكية أو المؤسسات المالية الأمريكية تتبع وسائل خطيرة غير مبررة في بعض الأحيان حتى تتمكن من زيادة أرباحها بنمو مستمر، وكان هذا السبب الرئيسي لبداية المشكلة التي نعانيها اليوم، فمثلاً البنوك الأمريكية كانت تتخذ سياسات تسليف متهورة من خلال تقديم منتجات التسليف لمن ليس لديهم الملاءة المالية الكافية، فكانت المنتجات تقدم لذوي دخول لا تمكنهم من سداد ديونهم ومن غير ضمانات، هذا الأمر كان يتبع في أمريكا منذ عام 2003، مما أدى إلى خلق طلب متزايد وأدى إلى ارتفاع أسعار غير مبرر. فعندما ارتفع سعر الفائدة بشكل كبير خلال هذه السنوات من 2003 إلى 2006 عندئذ لم يستطيع هؤلاء الناس الذين أشتروا العقارات دفع ما عليهم، فمن هنا بدت بوادر الأزمة الحالية (2).

وفي الحقيقة، كان من الممكن أن يظل موضوع انهيار سوق الإسكان في الولايات المتحدة كأزمة إسكان فقط في اقتصادها، ولكن النسب العالية لاستخدام الدين لتكملة الاستثمار والاستخدام الواسع للمشتقات المعقدة المرتكزة على الرهن العقاري في السوق المالي العالمي دفعت بالأزمة إلى أسواق مالية أخرى خارج الولايات المتحدة مع قيود واسعة على السيولة. فقبل اندلاع الأزمة قامت العديد من البنوك الكبرى والمؤسسات المالية باستدانة مبالغ ضخمة لإعادة تسديد ديونها (3).

فقد كان دور المشتقات المالية واضح في تعميق الأزمة حيث تم استخدام المشتقات لإنتاج منتجات مشتقة من هذه الأصول الفاسدة. أشهر الأمثلة لمشتقات مالية أسهمت في تزايد حدة المشكلات المالية هي (Collateralized Debt Obligations CDOs) التي استخدمت لتغليف منتجات الدين الضعيفة والتي يتم تداولها فوق المنضدة بين البنوك ولا تمر عبر البورصات حيث تستطيع السلطات الرقابية رقابة

(1) **The Financial Crisis: A Timeline of Events and Policy Actions**, by Federal Reserve Bank, p11, sur le site : timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf, le 10/09/2012, à 20 :52

(2) سامي بن إبراهيم سويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، مرجع سابق، ص ص 42، 43.

(3) تقارير حول الأزمة المالية العالمية لعام 2008، 2009، جويلية 2009، منظمة المؤتمر الإسلامي، ص 4.

نشاطها(1). وكذا العقود Credit Default Swaps CDS التي لا تعدو أن تكون في جوهرها عقد تأمين: طرف يدفع رسوماً مقابل أن يتعهد الطرف الآخر بأن يدفع له قيمة الدين المؤمن عليه حال عجز المدين عن السداد. كيف أسهمت هذه الأدوات في الكارثة؟

عندما يقرض البنك شخصاً، فإنه يحرص على أن يأخذ الضمانات الكافية للسداد، لأنه إذا أفلس المقترض فالمتضرر هو البنك. لكن ماذا إذا استطاع البنك أن يؤمن على القرض وينقل مخاطر الدين إلى طرف ثالث؟ في هذه الحالة لن يتضرر البنك من إفلاس المقترض، لأن الطرف الثالث يتعهد بدفع قيمة القرض كاملاً للبنك في هذه الحالة. وعليه فليس للبنك ما يكفي من الحوافز للتأكد من ملاءة المقترض. ولذلك لم تجد البنوك صعوبة في إقراض الفئات الأقل جدارة لأن المخاطر يتحملها غيرهم، وهي غالباً شركات التأمين وصناديق التحوط. وهذا التأمين على القروض شجع البنوك على أن تقرض، ثم تبيع القرض على شكل سندات، مع التأمين على هذه السندات. فمن يشتري هذه السندات يشتري ديوناً مؤمناً عليها، ولذلك لا يهمله بدوره هل المقترض قادر على السداد أو لا. وحيث إن القروض مؤمن عليها، فلا يهم ملاءة المقترض أو جدارته الائتمانية، بل المهم هو الرسوم التي يحصلها البنك وغيره من المؤسسات المالية من عمليات التمويل والتسديد وما يتصل بها. ومع هذه المميزات فقد وصف المحلل المالي لموقع (السي إن إن) سوق مشتقات الائتمان بأنها "أكبر كازينو في العالم" (حتى المرشح الجمهوري جون ماكين اعترف بأن ثقافة الكازينو سيطرت على وول ستريت). فبدون هذا التأمين لم يكن من الممكن لهذه الحلقة المشؤومة أن تتضخم وتستفحل إلى هذا الحد، ولم يكن من الممكن نشوء ما يسمى "الأصول السامة" التي كانت بؤرة الخطر في الفقاعة والأساس الهش الذي قامت عليه سندات القروض. لقد أدت المشتقات إلى تركيز المخاطر بدلاً من تفتيتها، وإخفائها بدلاً من تقليلها. ولكن ما هي مصلحة شركات التأمين وصناديق التحوط من التأمين على هذه القروض؟

1. الرسوم النقدية التي تحصل عليها، وهي رسوم مغرية إذا كانت المحفظة كبيرة. كما أن حوافز المدراء تعتمد على مقدار الدخل المتحقق، ولذلك كلما زادت الرسوم زادت الحوافز.
2. طالما كانت أسعار العقار أو الأصول التي يتم تمويلها في ارتفاع، فلن يكون هناك مخاطر تعثر، لأن المقترض يستطيع أن يعيد تمويل العقار بقرض جديد، أو يمكن بيع العقار لتسديد الدين والحصول على ربح إضافي. وأسعار العقار في الولايات المتحدة كانت في ارتفاع متواصل منذ عام 2000، ولذلك لم يكن هناك ما يدعو للقلق من هذا الجانب. وهذا يبين كيفية نمو فقاعة الرهن العقاري. فالتأمين يشجع على الإقراض، والإقراض يساهم في رفع أسعار العقار، وارتفاع الأسعار يشجع على التأمين على القروض لانخفاض المخاطر، مما يشجع على المزيد من الإقراض، وهكذا أصبحت حلقة الإقراض والتأمين يغذي بعضها بعضاً، مما أدى إلى تضاعف حجم الفقاعة، خاصة خلال السنوات من 2004 إلى أوائل 2007، إلى أن انفجرت الفقاعة في صيف 2007، وبدأ مسلسل الكارثة بالتتابع.

(1) سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، مرجع سابق

3. إن المؤمن يمكنه بيع المخاطر إلى آخرين، إما مفردة أو مركبة مع مخاطر أخرى، على شكل سندات تحاكي سندات القروض نفسها، ويحصل على رسوم إضافية مقابل ذلك. والمشتري لهذه السندات يمكنه بدوره بيعها، ومن ثم نقل المخاطر إلى آخرين. ولا يزال أعضاء السوق يتدافعون كرة الخطر فيما بينهم، كل يأمل أن الكرة لن تتفجر بيده. وكلما كان السوق أكبر واللاعبون فيه أكثر، كلما كان احتمال انفجار كرة الخطر بيد أحدهم أقل، فيكون قبول هذه المخاطر أكبر. ولهذا كان تضخم السوق من مصلحة المجازفين، وهذا ما يفسر تضاعف سوق مخاطر الائتمان أكثر من ثماني مرات خلال السنوات 2004 إلى 2007 م حتى وصلت إلى 62 تريليون دولار(1).

وقد نما سوق CDOs من 157 مليار دولار في 2004 إلى 482 مليار دولار في 2007، مما يشير إلى تنامي استخدامها في وقت كانت فيه بواذر أزمة الرهن العقاري واضحة. ومثل ذلك عندما يقدم بنك شهير كـ "بنك أوف أمريكا" فرصة استثمارية في العقار الأمريكي فيصبح هناك اعتقاد لدى المستثمرين أن المنتجات جيدة ذات مخاطرة قليلة، ولكن فعليا هذه المنتجات العقارية كانت تحتوي على منتجات ضعيفة. و في المقابل نمت المشتقات المالية كـ (Credit Default Swaps CDS) التي استخدمت للتحوط، لينتفع بها المستثمرون من خسارة الشركات الأخرى، ووصل حجمها إلى 45 تريليونا عام 2007 وهذا مبلغ خيالي، لذلك كان استخدامها نتيجة الطمع الزائد، وكانت المشتقات المالية من خلال منتجاتها وسيلة لذلك(2). فعلى سبيل المثال عندما أعلنت شركة ديلفي Delphi (*) الإفلاس وكان ذلك في دفاترها الحسابية دين تبلغ قيمته 5 مليارات دولار. غير أن السماسرة البارعين في CDS قد راهنوا على إفلاسها بمبلغ زاد على 28 مليار دولار(3).

وباعتبار أن المخاطر كانت منخفضة مع الارتفاع الذي كان مستمرا في أسعار المنازل، انغمرت شركات التأمين هي الأخرى في هذه اللعبة، فقامت بتأمين ديون البنوك وطالبت مشتري الديون بدفع الأقساط لديون الرهن العقاري المباع من قبل البنوك. الأمر الذي ساهم في إفلاس بعض من شركات التأمين الكبرى في العالم، كونها لم تستطع أن تغطي مبالغ هذه التأمينات، والتي أصبحت بمئات المليارات، فما كان لها من بد في إعلان إفلاسها، وهو ما حصل مع المجموعة الأمريكية العالمية للتأمين (AIG) وهي شركة التأمين الأم، وأكبر شركة تأمين في العالم. والتي كانت على شفا حفرة من الإفلاس بعد وقوعها أمام مطالبات لديون ناتجة عن قيامها بتأمين القروض، والتي تعد معدومة اقتصادياً، قبل أن يجند البنك المركزي الأمريكي كل طاقاته لإنقاذ هذه الشركة بإقراضها (85 مليار دولار، وهو نفس

(1) سامي بن إبراهيم سويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، مرجع سابق، ص ص 42، 43.

(2) سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، مرجع سابق

(*) شركة منتجة لبعض السلع الوسيطة في إنتاج السيارات.

(3) عرابة رابح، أحضري دليلاً، نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات في إحداث الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، ص 20.

الأمر الذي حصل لشركات سويسرية مثل (سويس ري) والتي كانت على وشك الإفلاس- وشركات يابانية مثل (ياماتو لايف) للتأمين، والتي أعلنت إفلاسها بسبب تأثرها بالأزمة المالية العالمية. (1) ومما سبق نستطيع القول أن مشتقات CDS لعبت دورا رئيسيا في الانهيار ، ولقد اعترف العالم بحقيقة أن الملايير من الدولارات التي استثمرت في سوق CDS الغير منظم (OTC) ساعدت على إثارة أزمة الرهن العقاري ثم أزمة الائتمان وأخيرا الأزمة العالمية. وعلاوة على ذلك، فإن الإجراءات الهامة التي اتخذت من قبل المنظمين والمشاركين في سوق مشتقات خلال السنوات السابقة التي سبقت الانهيار تشير للدور المركزي الذي لعبته المشتقات الائتمانية في التسبب في الانهيار . فعلى سبيل المثال، في سبتمبر 2005، استدعى رئيس بنك الاحتياطي الفدرالي في نيويورك تيموثي غيثر Timothy Geithner ممثلي أربعة عشر من أكبر البنوك في العالم، معربا عن قلقه بشأن التراكم الكبير في توثيق المشتقات الائتمانية. وطلب من البنوك توضيح 80% من الأعمال المتركمة في غضون عام واحد. كما طلب من البنوك تشكيل بيوت مقاصة للتريليونات الدولارات من المشتقات المعقدة ، ومع ذلك، لم تعتمد دعوة غايثر لتطوير آلية المقاصة قبل الانهيار 2008.

كما أصدر Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG) تقريرين في جويلية 2005 وجويلية 2008، مما يجعل من الواضح أن هناك مخاوف بشأن السلامة الداخلية لسوق المشتقات الائتمانية. وأبرز التقريرين المشاكل الناتجة عن تجارة تلك المشتقات خارج البورصة، بما في ذلك التعيين المتكرر للمؤسسات التي ليست جزءا من الصفقة الأصلية للـ CDS والتي جعلت من الصعب معرفة من هم الأطراف المقابلة.

ونستطيع استخلاص الاستنتاجات حول CDS العقارية فمن المعروف الآن أن:

1. شركات التأمين لـ CDS لم يكن لديها رأس المال الكافي لسداد الضمانات كما انخفضت أسعار المساكن، متحديا بذلك طبيعة المخاطر المفروضة بإصدار ضمانات كبيرة لأقساط صغيرة التي كانت تدفع.
2. كانت CDS عبارة عن عقود خاصة والتنائية وبالتالي لا يوجد لها ضرورة لإبلاغ اتحادية المنظمين، وبالتالي كانت تلك الالتزامات بمثابة مفاجأة كبيرة إلى كل من المجتمع المالي والمنظمين الحكوميين.
3. كما أن تفاقم سوق الإسكان، أظهرت التزامات CDS جديدة بشكل غير متوقع، مما خلق شكوك متزايدة حول الجدوى المالية للمؤسسات المالية التي كانت تصدرها، مما أدى إلى التشدد في الائتمان، كما أدى إلى انعدام الثقة لعدم وجود الشفافية في المؤسسات المالية التي تصدر هذه الالتزامات CDS السامة. (2)

(1) تقارير حول الأزمة المالية العالمية لعام 2008، 2009، مرجع سابق، ص 5.

(2) Michael Greenberger, *The Role of Derivatives in the Financial Crisis*, Wednesday, June 30, 2010, p17, Sur le site:

أضف إلى ذلك أن كل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة عدة أضعاف في سوق المشتقات، فحجم الديون المرهون عليها بلغ 62 تريليون دولار بنهاية 2007، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار، في حين يقدر الرهن منخفض الملاءة بنحو 1.3 تريليون دولار. وإذا كانت المشتقات الخاصة بالأصول الأقل ملاءة تبلغ نحو ثلث سوق المشتقات الائتمانية CDS، فهذا يعني أن كل دولار تم إقراضه فعلاً يتم الرهان عليه نحو عشر مرات. ويترتب على ذلك أنه في حالة تعثر المدين، فإن الخسارة لا تقتصر على المقرض الفعلي له، بل تتعداه إلى المجازفين الذين يمكن أن تتجاوز خسارتهم 10 أضعاف الخسارة الفعلية. والفرق الأهم والأكثر خطورة بين الكازينو وبين سوق المشتقات هو طبيعة اللاعبين. فاللاعبون في الكازينو هم أفراد يقامرون غالباً بأموالهم، أما في سوق المشتقات فهم مؤسسات مالية وبنوك تقامر بأموال المودعين والمستثمرين والمقرضين من المؤسسات المالية الأخرى. فالخسارة ستكون ضرراً على الاقتصاد بأكمله، وليس على المقامر وحدهم.

في حين قامت المؤسسات المالية والبنوك وشركات الرهن العقاري بعمليات المضاربة بأموال الآخرين من المودعين في غياب رقابة البنك المركزي والخزانة الأمريكية، مما أدى إلى أن معظم المؤسسات كانت مرتبطة ببعضها من خلال صفقات مقايضة الديون، وعن تحمل أطراف خارجية على امتداد خريطة العالم لجانب حيوي من خسائر الأزمة المالية الأمريكية العالمية، حيث اتضح أن البنوك الأوروبية التي توشك على الإفلاس، ومنها هيبو ريل استيت الذي اضطر البنك المركزي لضخ أموال لدعمه تقدر بمبلغ 50 مليار دولار وغيره تتركز مشكلته في خسائره الفادحة من عمليات محفظة مقايضة الديون مع أطراف مالية أمريكية لديون رديئة ومتعثرة ومؤثرات ضخامة هذه المحفظة سيئة السمعة لا بد وأن تكون له تفاعلاته المتوالية على امتداد خريطة العالم.

كما أن هناك أهم طرف له دور كبير في تفاقم الأزمة العالمية هي مؤسسات مالية تعرف باسم "صناديق التحوط Hedge Funds"، وهي ليست مفتوحة لعامة الشعب بل للأثرياء فقط. كل صندوق يمكن أن يستوعب 500 مستثمر كأقصى حد، ويدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كأدنى حد. والأهم أن صندوق التحوط غير مسجل، ولا يخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية. فالمسيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع، قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، إذ تسيطر على ثلث مداوات الأسهم، وبحوزتها أصول بقيمة 02 تريليون دولار. وتعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين، وهو ما يسمى "الرفع المالي" (1). فبوز عدد متزايد من صناديق التحوط التي تخصصت في شراء أدوات مالية المشتقة، التي بدورها تم توليدها من خليط من ديون مختلفة الأغراض

fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0630-Greenberger.pdf,le
06/09/2012, à 22:20.

(1) سحنون محمود، محسن سميرة، مرجع سابق، ص14.

والجودة وتاريخ الوفاء لبيعها للمنشآت أو لرهنها عند آخرين للحصول على قروض، ويتم هذا تحت إشراف السلطات المسؤولة عن تنظيم أدوات التداول في الأسواق المالية المعروفة، ويتم التداول بين المنشآت المالية التي تخضع لدرجات متفاوتة من الضوابط وبين صناديق التحوط التي لا يشرف على نشاطها أحد، لذلك شكلت المشتقات جزء مهما من أصول غالبية المنشآت المالية في أمريكا وفي خارجها(1).

ووصل الأمر إلى أن البنوك أصبحت عاجزة حتى عن تمييز قروضها السليمة، ومن ثم توقفت عملية التسليف بين البنوك نتيجة لعدم تمكنها من وضع الثقة في التمويل بشبهة أنها تشتري الأموال الخيالية. وعندما أصبحت المشتقات عديمة القيمة تحولت المؤسسات التي تحوزها إلى مؤسسات مفلسة وعاجزة عن التسديد. فشلت المؤسسات المالية عن الحصول على المال لتسيير حتى معاملاتها العادية أو متطلباتها قصيرة الأجل، الشيء الذي أشار إلى أن النظام المالي يقف في وسط أزمة سيولة مالية مؤدية إلى إفلاس واسع النطاق. ومع الوضع في الاعتبار الدور المركزي الذي لعبته البنوك الأمريكية والأوروبية في سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية، فلنفسه ليس من المدهش بدأها الإعلان عن الخسائر فقد لقيت بنوك كبرى ومؤسسات مالية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى جانب عدد آخر في العديد من البلدان الأوروبية خسائر فادحة. وفيما يلي سنتطرق لبعض هذه المؤسسات التي خسرت الملايين نتيجة استخدامها المفرط للمشتقات المالية. (2)

المطلب الثاني: انعكاسات استخدام المشتقات المالية

رأينا قبل قليل أن من احد أسباب الأزمة المالية العالمية انتشار مفرط للمنتجات المشتقة مرتبطة قروض المساكن في الولايات المتحدة التي أدت إلى انهيار العديد من المؤسسات الكبرى والعالمية سواء كانت مالية وغيرها، وسنرى فيما يلي بعض المؤسسات الكبرى التي خسرت الملايين من الدولارات بسبب الاستخدام المفرط والسيئ للمشتقات المالية والمضاربة بها على مر السنوات السابقة. وقد أدت هذه الخسائر لإفلاس العديد منها. وفيما يلي بعض المؤسسات التي خسرت الملايين من الدولارات نتيجة الاستخدام السيئ للمشتقات المالية.

الفرع الأول: انهيار شركة Long-Term Capital Management (LTCM)

وهي عبارة عن صندوق تحوط بدأ العمل في فيفري 1994، تأسس من قبل جون دبليو ميرري ويذر النائب السابق لرئيس مجلس الإدارة ورئيس تداول السندات في سالومون برانرز . مقرها في غرينيتش

- (1) علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها تداعياتها .. وسبل العلاج، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات-الفرص - الآفاق، يومي 10، 11 نوفمبر 2009، جامعة الزرقاء الخاصة عمان، ص 15.
- (2) تقارير حول الأزمة المالية العالمية لعام 2008، 2009، مرجع سابق، ص 5.

بولاية كونيتيكت وكان لديها أيضا مكتبا في لندن وفرع في طوكيو . أما من حيث الموظفين فقد كان محدودة الحجم: في البداية كان بها أحد عشر شريكا وثلاثين موظفا، وبحلول سبتمبر 1997، كان هناك خمسة عشر من الشركاء ونحو 150 موظف. ومع ذلك، تمكنت من جمع مجموعة كبيرة من الأصول: في أوت 1997، كانت أصول شركة LTCM قد بلغت 126 مليار دولار، منها 6.7 مليار دولار رأس مال الصندوق نفسه . وكانت إستراتيجية LTCM الأساسية المراجعة المتقاربة باستخدام الأساليب الحسابية والكمية وذلك باستغلال فروق الأسعار التي يجب أن تكون إما مؤقتة أو لديهم احتمال كبير لكونها مؤقتة . ونموذج المتاجرة لديها تتطوي على "عقود المبادلة Swaps" والمراكز المكشوفة في خيارات الأسهم. إذ وصل مجموع تداولها لعقود المبادلة حوالي 10000 عقد مبادلة بقيمة إجمالية تقدر بـ 1.25 تريليون دولار(1).

أفلس سنة 1998، إذ وعدت الشركة باستخدام النماذج الحسابية لكي تربح المستثمرين بما يفوق أحلامهم، واجتذبت إليها صفوة مستثمري وول ستريت وقد حصدت في البداية على أرباحا طائلة، ومن أهم هذه النماذج الحسابية نموذج الخيار السعري بلاك-شولز. في البداية كانت ناجحة بعوائد سنوية تبلغ أكثر من 40% في سنواتها الأولى، أما سنة 1998 فقد فقدت 4.6 مليار دولار في أقل من أربعة أشهر بعد الأزمة المالية الروسية التي تطلبت التدخل المالي من جانب مجلس الاحتياطي الاتحادي، وتم تصفية وحل الصندوق في أوائل عام 2000.

فقد كان ينظر إلى شركة LTCM بأنها شركة فريدة من نوعها، فقد كان فيها أفضل العقول المفكرة ومن أمثلتهم نائب الرئيس السابق للاحتياطي الفيدرالي ، وكذلك جون دبليو ميرري ويذر تاجر السندات الأسطوري، كما كان المكان الذي أطلق منه ميرتون وشولز نظرياتهم. وبذلك اعتبرت على أنها تذكرة للحصول على الأرباح السهلة. فقد قام حوالي 55 بنك بتمويل شركة LTCM منها: بير ستيمز، تشيز منهاتن، جولد مان، جي بي مورجان، ليمان برذرز... وبذلك وصلت أصولها المستعارة إلى 100 مليار دولار، حتى أن ميرتون وصف إستراتيجية الصندوق بأنها مكنسة كهربائية ضخمة تقوم بشفط المال من جميع أنحاء العالم. بالمقارنة مع الأسهم من حوالي 5 مليارات دولار فقط، وهي تعتبر إستراتيجية شديدة التعقيد، ومحملة برافعة مالية أكبر مما ينبغي وخالية من إدارة المخاطر.

وكانت النتيجة المترتبة عن كل هذه الاستراتيجيات واستخدامها لنماذج رياضية معقدة خاصة صيغة تسعير خيار بلاك - شولز، أدى بذلك إلى صواعق رعدية في أوت وسبتمبر من عام 1998، عندما ضربت شركة LTCM (2)، وذلك عند مراهنتها على عودة معدل السندات إلى معدلها الطبيعي بعد الأزمة الآسيوية باستخدام المراجعة بالمعاملات الآجلة. ولكن الأزمة امتدت إلى روسيا تسببت بصدمة

(1) Donald MacKenzie, **Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage**, Economy and Society (Volume 32 Number 3: August 2003, Copyright Taylor & Francis Ltd), p354.

(2) مايكل كوفل، ترجمة رشا جمال، أسرار البورصة، (الدار العربية للعلوم، بيروت، 2007)، ص ص [173، 176].

على أسواق السندات وهذا كان مخالفا للتوقعات(1)، وأدى ذلك إلى حدوث تقلب كبير وخطير في الأسواق العالمية خلال شهر أوت، وقد فقدت شركة LTCM 44% من رأس مالها وحوالي 1,9 مليار دولار في شهر أوت و 52% عن العام السابق، وتعد خسائر بهذا الحجم صدمة بالنسبة للمستثمرين وللشركة ككل(2).

الفرع الثاني: انهيار بنك بارينجز "Barings Brothers and company bank"

وكان لبارينجز تاريخ طويل في لندن، مع وجوده في مجال الخدمات المصرفية التجارية لأكثر من 230 عاما، وتتألف مجموعة بنك بارينجز من البنك المعتمد في المملكة المتحدة بروس بارينج وشركاه Baring Bros & Co، وشركة الأوراق المالية بارينجز للأوراق المالية المحدودة BSL، ومختلف الشركات التابعة لها وفروعها في المملكة المتحدة وبلدان أخرى. وفي أواخر 1980، شاركت مجموعة بارينجز في تغييرات هيكلية كبيرة ودخولها مجالات جديدة للعمل، ومحاولة لدمج هذه الأنشطة الجديدة في هيكل المجموعة. والمهمة الأكثر تحديا كان إدماج أعمال الأوراق المالية في الهيكل والتي كانت حتى ذلك الوقت يهيمن عليها النشاط المصرفي والثقافة. (3)

وكان سبب انهيار بنك بارينجز للمشتقات، وبدأ ذلك يوم الأحد الموافق لـ 1995/02/26، عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارينجز تحت حراسة بنك إنجلترا، وهو المصرف المركزي. بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشترى هذا المصرف. إذ تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين المتخصصين بتداول المشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى "مستقبلات برنجز" تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز باسم "Barings securities" التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة.

فلقد قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى نيكولاس ليسون سبقته سمعته وكفاءته، حيث ترك له مسؤولية تصميم وإدارة عمليات عقود المشتقات في سنغافورة. والغريب أنه قد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر، وهي المراجعة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكلي 225، ومؤشر بورصة أوزاكا الذي يتداول في بورصة سنغافورة، على أساس أنهما مؤشرين يكادا يكونا بديلين لبعضهما البعض، فكان يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكلي 225 مثلا عندما يرتفع سعره، ليشتري عقودا مستقبلية على مؤشر بورصة أوزاكا الذي لم يرتفع سعره بنفس القدر، عمليات يصعب أن تتعرض للمخاطر و لكن انظر ما حدث.

(1) John Hull, Op. Cit, p781.

(2) مايكل كوفل، مرجع سابق، ص 177.

(3) Implications of the Barings Collapse for Bank Supervisors, Reserve Bank of Australia Bulletin, November 1995, p1.

وقع زلزال كوب في 16 جانفي، في وقت كان ليسون قد اشترى قدر هائل من العقود المستقبلية على مؤشر نيكي، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول جانفي إلى 18000 نقطة بعد الزلزال. و أملا في أن تعاود أسعار تلك العقود الصعود، سارع بشراء المزيد منها عند السعر المنخفض، وذلك بهدف تخفيض متوسط قيمة العقود، أملا في تخفيض خسائره على نحو أسرع، إلا أن مؤشر نيكي قد باشر بمزيد من الانخفاضات حتى وصل إلى 17000 نقطة ومع كل انخفاض في قيمة المؤشر تزداد الخسائر.

وقد تمكن ليسون من إخفاء خسائره على رؤسائه في حساب آخذ رقم 88888 حيث بلغت الخسائر 59 بليون ين، أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار. فلذا كان قد استطاع أن يخفي الخسائر على رؤسائه، غير أنه لا يمكنه إخفائها عن السوق، بسبب القروض التي حصل عليها من البنوك، حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية. وإذا ما هبط الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض لخسائر إيداع مبالغ نقدية، وليس شيء آخر حتى يرتفع الهامش الفعلي ليس إلى مستوى هامش الوقاية بل إلى مستوى الهامش المبدئي، وقد استطاع ليسون الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية.

وبدأ المسؤولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة وذلك اثر مطالبة البنوك اليابانية وعددها 15 بنك باسترداد قيمة القروض، والتي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش. وهكذا و من جراء عمليات تكاد تكون آمنة على عقود المشتقات تعرض البنك لهزة عنيفة. و كان من المفضل لدى بنك إنجلترا إنقاذ المصرف من خلال شرائه من قبل مصرف آخر، أو مجموعة مصرفية(1).

الجدول الزمني للأحداث:

جويلية 1992: فتح حساب معلق 88888، لاستيعاب خسائره في وقت مبكر التي وصلت إلى 02 مليون جنيه إسترليني.

1993: ذكرت بارينجز مجموع الأرباح 100 مليون جنيه إسترليني، في حين وصلت خسائر ليسون التراكمية إلى 23 مليون جنيه إسترليني.

1994: ذكرت بارينجز مجموع الأرباح 205 مليون جنيه إسترليني، في حين كانت خسائر ليسون التراكمية 208 مليون جنيه إسترليني.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر-الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات-، مرجع سابق، ص 25، 26.

1995: بحلول نهاية جانفي كانت هناك العوامل التي يجب أن تتنبه إليها إدارة لندن إلى وجود مشاكل محتملة في سنغافورة، فقد كانت هناك شائعات في السوق حول موقف بارينجز في بورصة أسهم اوساكا Osaka Stock Exchange وبورصة سنغافورة للنقد الدولي Singapore SIMEX Exchange International Monetary.

بين 19 جانفي و 23 فيفري مجموعة بارينجز لم تتحدد بنقل 550 مليون جنيه إسترليني إلى سنغافورة لدعم مواقف ليسون في SIMEX غير المصرح بها. وفي منتصف فيفري اكتشف موظفي مجموعة أكبر مقريضين في لندن عن ثقب أسود في حسابات سنغافورة بقيمة 190 مليون جنيه إسترليني. في 23 فيفري وفي سنغافورة، يتواجه ليسون في هذه المشكلة ويخرج في لقاء. ويوم الاثنين بعد اندلاع الأزمة قال رئيس بارينجز بيتر بارينجز في لندن " إن عمليات مراجعة بارينجز للمشتقات كانت مربحة جدا، ولكن الأعمال التجارية الرئيسية منخفضة المخاطر قد تعرضت إلى عملية احتيال".

27 فيفري، تلقى رئيس مستوطنات بارينجز رسالة تحذير من SIMEX عن حدوث عجز بقيمة 74 مليون جنيه إسترليني.

وبحلول نهاية فيفري، كانت قد انهارت بارينجز(1).

الفرع الثالث: خسائر بنك Allied Irish Bank (AIB)

تم تشكيل تحالف البنوك الأيرلندية Allied Irish Bank في عام 1966 وتجمع بين الثلاث بنوك مميزة وهي: The Provincial Bank التي تأسست في عام 1825، الرائدة في الأعمال المصرفية في ايرلندا، و Royal Bank الذي أنشئ قبل أحد عشر عاما في وقت لاحق، وكان مشهور بالروابط التجارية، و Munster and Leinster التي تشكلت في عام 1885، كان مع شبكة فروع واسعة من أكبر ثلاث بنوك. وتعتبر واحدة من "الأربعة الكبار" من البنوك التجارية في الدولة الأيرلندية، وتقدم AIB مجموعة كاملة من الخدمات المصرفية الشخصية للشركات. مع إجمالي أصول أكثر من 76 مليار أورو، وأكثر من 323 مليون أورو في عام 1966. وقد ثبت أيضا استثمارات كبيرة في بريطانيا وبولندا والولايات المتحدة الأمريكية، وتوظف أكثر من 25000 شخص حول العالم في أكثر من 800 مكتبا(2).

-691 مليون دولار فقدت في سوق الصرف الأجنبي

-انخفاض أرباح من 1 مليار إلى 426 مليون دولار في 2001

-5 سنوات من الاحتيايل والخسائر مغطاة

كيف حدثت هذه الخسائر؟

(1) Baring Brothers & Co. Ltd, The Professional Risk Managers' International Association, 18 July 1995, p p 2, 3.

(2) A Guide about Allied Irish Banks in Polan, p1, sur le site :
www.business2000.ie/pdf/pdf_7/aib_7th_ed.pdf,le 14/09/2012, à 13 :29.

في عام 1993، استأجر بنك آلفورست " Allfirst Bank (*)" السيد جون روسناك " John Rusnak" -تاجر العملة- لتحويل العملات في البنك لأجل عمليات التحوط، إذ كان للسيد روسناك خبرة واسعة في تداول العملات، وعلى وجه الخصوص في مطابقة عقود الخيار مع العقود الآجلة للتحوط ضد المخاطر. إذ رقى السيد روسناك نفسه كتاجر من التجار الذين استخدموا عقود الخيار في عمليات المراجعة، في محاولة للاستفادة من فروق في الأسعار بين خيارات العملات والعقود الآجلة للعملات(1). تفائل جون روسناك على صعود الين الياباني مقابل الدولار، فلشترى العقود الآجلة للحصول على الين أرخص من حيث القيمة السوقية، وكان روسناك واثقا كثيرا في عملية صعود الين لذلك أهمل عملية تغطية هذه العقود الآجلة باستخدام عقود الخيارات عكسية. وعندما بدأت الأزمة الآسيوية وذلك بانخفاض قيمة الين تعرض روسناك لخسائر (2)، وحين اكتشف ذلك أصيب بالرعب ودخل في خيارات وهمية مع بنوك وهمية في الشرق الأقصى التي جعلت الأمور تبدو تغطيتها موافقة وذلك لإبقاء هذه الخسائر مغطاة على إدارة البنك. إذ حددت الخسائر بين عامين 1997 و1999 بحوالي 104 مليون دولار أمريكي. وفي 2000 خسر روسناك 207 مليون دولار أما عام 2001 خسر روسناك 380 مليون دولار. في أوائل عام 2002 بدأ اكتشاف الخداع من قبل الإدارة، وحددت إجمالي الخسائر في 70 بنك حول العالم من خلال الآلاف من المعاملات، وتم استبدال إدارة Allfirst، وفي ماي 2003 رفعت دعوى قضائية ضد Allfirst من قبل بنك أوف أميركا وسيتي كورب مدعيا أنها أقرضت روسناك 200 مليون دولار ورفضت كل الدعوى بأنها "لا أساس لها". وفي نفس العام قامت شركة AIB بدمج بنك Allfirst مع M&T Bank مقابل حصة 22.5% في M&T والتي يقع مقرها الرئيسي في بوفالو نيويورك (3).

الفرع الرابع: انهيار بنك بير ستيرنز Bear Stearns

* (*) Allfirst Bank: في 1999 اندمجت مؤسسة دوفين للإيداع " Dauphin Deposit Corporation" مع أول بنك وطني في ولاية ماريلاند الأمريكية وهو " First Maryland Bancorp " لتشكيل " Allfirst Bank"، وذلك بعد أن استحوذت عليهما AIB Bank، وبذلك يعتبر بنك Allfirst فرع لبنك AIB Bank.

(1) AIB Currency Losses: John Rusnak's Role and the Fraud, sur le site :

<http://financetrain.com/aib-john-rusnak-role-and-the-subsequent-fraud>, le 14/09/2012, à 17 :16.

(2) Andrew Beattie, How did currency trader John Rusnak hide \$691 million in losses before being caught for bank fraud?, sur le site :

investopedia.com/ask/answers/09/john-rusnak.asp#axzz26TVCC2y9, le 14/09/2012, à 15 :47.

(3) Adrian E. Tschoegl, The Key to Risk Management, (The Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, 2004), p21, sur le site:

fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9942.pdf, le 12/09/2012, à 22 :10.

تأسست شركة بير ستيرنز باعتبارها بيت لتجارة الأسهم في أول ماي 1923 من قبل جوزيف بير، ستيرنز وروبرت ماير هارولد برأس المال قدره 500000 دولار. نجت الشركة من انهيار وول ستريت عام 1929 من دون الاستغناء عن أي موظف وفي عام 1933 فتحت أول فرع لها في شيكاغو. وفي عام 1955 افتتحت الشركة مكتبها الدولي الأول في أمستردام . وفي عام 1985، أصبحت شركة بير ستيرنز شركة مساهمة عامة. واستخدمت الشركة أكثر من 15500 شخص في أنحاء العالم . وكان المقر الرئيسي للشركة في مدينة نيويورك ولها مكاتب في أتلانتا، بوسطن، شيكاغو، دالاس، دنفر، هيوستن، لوس انجليس، إيرفين، سان فرانسيسكو، سانت لويس، يباني، نيو جيرسي، سان خوان، وبورتوريكو. أما دوليا فللشركة مكاتب في لندن، بكين، دبلن، فرانكفورت ، هونغ كونغ، لوغانو، ميلان، ساو باولو ، مومباي، شنغهاي سنغافورة وطوكيو ، وكان رمز شركة بير ستيرنز في بورصة نيويورك سابقا BSC لئبناك استثماري عالمي لتداول الأوراق المالية والوساطة المالية، حتى تم بيعها لمؤسسة جي بي مورغان JPMorgan Chase في عام 2008 خلال الأزمة المالية العالمية والركود.

إذ كان بنك بير ستيرنز يصدر كميات كبيرة من الأوراق المالية المدعومة بالأصول وهو ما يطلق عليها بالتوريق، خاصة القروض العقارية ورائدها رانبييري لويس، "والد سندات الرهن العقاري ". وتصاعدت خسائر المستثمرين في تلك الأسواق ما بين عامي 2006 و 2007، وبذلك زادت الشركة تعرضها للخسائر، وخصوصا الأصول المدعومة بالرهن العقاري التي كانت محور الأزمة(1). فلعتبرها من 30 نوفمبر 2006 الى 2007، كان لدى الشركة مبالغ كبيرة من الأدوات المالية المشتقة لعقود المستقبلية وعقود الخيار ما يقرب من 13,40 تريليون دولار و 8,74 تريليون دولار، على التوالي، ومنها المدرجة في البورصة بقيمة 1,85 تريليون دولار و 1,25 تريليون دولار، على التوالي . فإجمالي القيمة الاسمية لعقود المشتقات هو انعكاس لمستوى النشاط، ولا تمثل المبالغ التي يتم تسجيلها في البيانات الموحدة للحالة المالية. وتتميز صكوك الشركة المالية المشتقة الغير مسددة، والتي تستخدم إما لتعويض المراكز التجارية، وتعديل سعر الفائدة للديون طويلة وقصيرة الأجل هي أدوات مشتقة من أنشطة تاجر(سوق المتعاملين التقليديين). (2)

جاءت هذه الأحداث وهزت هذا الصرح الهائل للمشتقات مع انهيار بير ستيرنز في 16 مارس 2008. إذ كان بنك بير ستيرنز يغذي النمو الهائل في سوق المشتقات، حيث أن العديد من المصارف وصناديق التحوط ومستثمرين شاركوا بـ 45 تريليون دولار من قيمة المراهات على الجدارة الائتمانية للشركات والبلدان. فقبل انهياره، كان بنك بير ستيرنز الطرف المقابل إلى 13 تريليون دولار في تداولات المشتقات. وفي 14 مارس 2008، تم خفض تصنيف بير ستيرنز من قبل وكالة موديز، وهي وكالة تصنيف كبرى. وفي 16 مارس 2008، قدم بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك قرض طارئ

(1) en.wikipedia.org/wiki/Bear_Stearns. le 01/07/2012, à 21:47

(2) **Bear Stearns Bankruptcy Looms**, March 16, 2008, sur le site : globaleconomicanalysis.blogspot.com. le 02/07/2012, à 22:11

لها في محاولة لتفادي انهيار مفاجئ للشركة بقيمة 29 مليار دولار وهو قرض "عدم اللجوء(*)". في 17 مارس 2008، قدمت جي بي مورغان تشيس عرض بشراء بير ستيرنز بسعر 2 دولار للسهم الواحد أو 236 مليون دولار. وأكملت جي بي مورغان تشيس استحواذها على بير ستيرنز يوم 30 ماي 2008 في إعادة التفاوض على السعر وأصبح 10 دولارا للسهم الواحد. وكان انهيار الشركة تمهيدا لخطر انهيار إدارة صناعة وول ستريت لئبئك استثماري في سبتمبر 2008، وما تلاها من الأزمة المالية العالمية والركود. وفي جانفي 2010، توقفت جي بي مورغان على استخدام اسم بير ستيرنز(1).

الفرع الخامس: خسائر بنك الخليج الكويتي

تأسس بنك الخليج عام 1960 وحقق منذ ذلك الوقت تقدما كبيرا جعله رائدا في توفير الخدمات المالية من خلال شبكة واسعة تضم 56 فرعا منتشرا في مواقع إستراتيجية هامة في الكويت . وتتركز الأنشطة الرئيسية لبنك الخليج في مجال الخدمات المصرفية الشخصية و للشركات والخدمات المصرفية الدولية. لقد أثمرت جودة والتزام فريق عمل بنك الخليج في حصول البنك على العديد من الجوائز الدولية من أعرق المجالات المالية العالمية، منها جائزة "أفضل بنك للخدمات المصرفية الفردية في الشرق الأوسط" ؟أربع مرات من مجلة بانكر ميدل ايست . كما حاز بنك الخليج على التقدير الدولي لمركزه الريادي في سوق العمل الكويتي، حيث فاز بالمركز الأول في مجال إحلال وتوطين الوظائف على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي، وحصل على الجائزة الشهيرة المقدمة من مجلس وزراء العمل بدول المجلس(2).

أعلن بنك الخليج عن تعرضه لخسائر فاقت 359 مليون دينار (قرابة 1.241 مليار دولار)، خلال العام 2008، يعود ذلك للخسائر الاستثنائية في معاملات المشتقات المالية . فقام بنك الكويت المركزي في هذا الشأن بتكليف مراقبي الحسابات الخارجيين لبنك الخليج لإجراء تدقيق على البنك كما هو الوضع في نهاية أكتوبر 2008 وذلك للتحقق مع الحجم الحقيقي للخسارة التي تكبدها البنك وذلك لاتخاذ الإجراءات اللازمة للعودة بحقوق المساهمين إلى ما كانت عليه في نهاية سبتمبر 2008. وأوضح المحافظ انه في ضوء تقرير مراقبي الحسابات الخارجيين والذي انتهى إلى أن مجموع خسارة البنك كما في نهاية أكتوبر

(*) دين عدم اللجوء: وهو قرض مؤمن من خلال الضمانات، والتي عادة ما تكون ممتلكات . إذا كان المقرض لا يستطيع السداد، تستطيع الجهة المصدرة الاستيلاء على ضمانات، ولكن لا يدفع المقرض أي تعويضات أخرى، حتى لو كان الضمان لا يغطي القيمة الكاملة للمبلغ المتعثرة.

(1) Ellen Brown, **Credit Default Swaps: Evolving Financial Meltdown and Derivative Disaster Du Jour**, April 11, 2008, sur le site :

globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=8634, le 02/07/2012, à 22:59.

(2) e-gulfbank.com/arb/aboutUs/history/index.jsp. le 21/08/2012, à 22:26

2008 بلغت 375 مليون دينار والتي تمثل خسارة البنك في التعامل في المشتقات المالية (1). كما قام البنك المركزي بضمان ودائع عملاء البنك داخل الكويت وخارجها. وتم في نفس اليوم وقف تداول سهم بنك الخليج في سوق الكويت للأوراق المالية. وإثر هذه الأزمة قدم رئيس مجلس إدارة البنك بسام الغانم استقالته وتم انتخاب أخيه قتيبة يوسف الغانم ليحل محله على أن يتم انتخاب مجلس إدارة جديد في 11 أبريل 2009 ولتغطية الخسائر وافق الجمعية العمومية للبنك وبنك الكويت المركزي في 2 ديسمبر 2008 على زيادة رأس مال البنك بنسبة 100% بحيث تكون قيمة السهم 100 فلس و200 فلس علاوة إصدار على أن تكون الأولوية للمساهمين في البنك. وبلغت نسبة الزيادة 376 مليون دينار كويتي، 68% منها لمساهمي البنك و 16% للهيئة العامة للاستثمار. وتم إعادة تداول سهم بنك الخليج بعد ثلاث أيام من انتخاب مجلس إدارة جديد واعتماد التقارير المالية في 11 أبريل 2009 (2).

الجدول رقم (17): يوضح أكبر الخسائر لمؤسسات ضخمة نتيجة لمضاربات على المشتقات

المؤسسة	الدولة	حجم الخسارة "مليار \$"	سنة الخسارة	نوع المضاربة
Morgan Stanley	الولايات المتحدة	9.0	2008	مقايضات CDS
Shell	اليابان	1,5	1993	العقود المستقبلية
بنك Société Générale	فرنسا	7.2	2008	مشتقات الأسهم
صندوق التحوط Amaranth	الولايات المتحدة	6.6	2006	العقود الآجلة للغاز الطبيعي
Daiwa	اليابان	1,5	1995	العقود المشتقة للعملات
أراكروز Aracruz	البرازيل	2.5	2008	2.5 خيارات العملات
Long Term Capital Management	الولايات المتحدة	4,6	1998	مشتقات الأسهم
Sumitomo	اليابان	2.6	1996	العقود الآجلة للنحاس
Sadia	البرازيل	1,05	2008	خيارات الائتمان
JP Morgan	المملكة المتحدة	2.0	2012	المشتقات
Metallgesellschaft	ألمانيا	1.3	1993	العقود الآجلة للنفط

Source : wikipedia.org/wiki. le 22/08/2012, à 16:00

(1) المركزي الكويتي يقرر إعادة تداول سهم بنك الخليج في البورصة، على الموقع:

menafn.com/menafn/arabic/1093243491, le 23/08/2012, à 202:47

(2) wikipedia.org/wiki. le 23/08/2012, à 15:33

خلاصة الفصل الثالث

- قدمنا في الفصل الأول مختلف المفاهيم المتعلقة بالمشتقات المالية من تعريفات، وخصائص، ومختلف المخاطر التي يتعرض لها مستخدميها وكيف أنها وبسبب استخدامها المفرط أدى إلى كونها إحدى أهم الأسباب في انفجار الأزمة المالية العالمية 2008. ويمكن استخلاص ما يلي:
1. المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية، والأصول التي قد تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ.
 2. يتنوع المستثمرين الذين يستخدمون المشتقات المالية ما بين متحفظون، مضاربون و مراجحون. فالمتحفظون هم المتعاملون الذين يقومون بتخفيض المخاطر الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق. أما المضاربون هم الذين يسعون لتحسين وضعيتهم. أما الفئة الأخيرة وهم المراجحون فهم الذين يستغلون فرصة الفرق بين سعرين لأصل معين بين سوقين أو أكثر.
 3. تعتبر الأدوات المشتقة أداة متعددة الاستخدامات حسب اهتمامات المستثمرين فقد تستخدم كأداة لإدارة المخاطر المختلفة المحيطة بهم، كما تستخدم أيضا كأداة للمضاربة للكسب من خلال حركة السوق، وتستخدم كذلك للمراجعة بلستغلال فروقات الأسعار بين الأسواق. كما تعتبر لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر. ولذلك فمن خلال خصائصها واستخداماتها المتعددة ترفع من كفاءة السوق المالي.
 4. تتمتع المشتقات المالية بمخاطر عدة فمن أهم هذه المخاطر هي: مخاطر السوق، المخاطر القانونية، المخاطر التنظيمية أو التشغيلية، المخاطر الرقابية، مخاطر السيولة ومخاطر الرفع المالي.
 5. كان السبب الرئيسي لاستخدام المشتقات المالية هو حماية المستثمرين من مخاطر السوق المالي، ولكن مع مرور الوقت أسئى استخدامها، فبدلا من أن تسهم المشتقات في حماية المستثمرين، تحولت إلى أداة مضاربة أو مقامرة بهدف تحقيق الربح فقط. مما أدى إلى كونها احد أسباب تفاقم و تعميق الأزمة المالية العالمية 2008، حيث تم استخدام المشتقات لخلق منتجات مشتقة من أصول فاسدة. ومن أهم هذه الأدوات التي أسهمت في تزايد حدة المشكلات المالية هي مبادلة مخاطر الائتمان (CDS).
 6. نتيجة للاستعمال المفرط والسيئ للمشتقات المالية والمضاربة بها، أدى بالكثير من المؤسسات المهمة والعريقة لخسارة قد تبدو غير واقعية لحجمها كبيرة جدا، أدى بالبعض للإفلاس. فبدل أن تستخدم هذه الاداة للتحوط من المخاطر المختلفة أصبحت خطرا في حد ذاتها على مستعمليها نتيجة للفهم الخاطى لها والمبالغة في استخدامها.

الفصل الرابع

دراسة حالة سوق رأس مال الفرنسي

تمهيد

شهدت معظم الأسواق المالية للدول المتقدمة نمواً سريعاً وكبيراً في القرن التاسع عشر وأدى ذلك إلى ظهور الأسواق المالية قوية ومتطورة ومن بين تلك الأسواق السوق المالي الفرنسي، حتى عند الاندماج كانت أكثر الأسواق تساهماً.

وغالباً ما يظن بأن أسواق المشتقات تساهم في زيادة تقلبات أسعار الأصول مما يؤدي إلى اتخاذ الكثير من المشاركين فيها لمواقف المضاربة. علاوة على ذلك، وبشكل دوري، يطالب البعض بلوائح أكثر صرامة تطبق عليها. وصحيح أن الأزمات المصرفية والمالية التي تتطوي عليها أسواق المشتقات تنتقل إلى الأصول المالية، مما يعزز القلق وعدم الثقة حتى في هذه الأسواق أيضاً. وحقيقة أن المشتقات وغالباً ما ينظر إليها على أنها أدوات معقدة للغاية، والتي تغذي فكرة أن هذه الأسواق هي موطن لعدد قليل من المضاربين وهذا يتناقض وهدف من هذه الأسواق والتي يتمثل دورها الأساسي هو أن يوفر للمستثمرين أدوات لإدارة المخاطر.

وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الفصل حيث سنتعرف على السوق الرأسمالي الفرنسي والذي يطلق عليه NYSE EURONEXT PARIS من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق رأس المال الفرنسي

المبحث الثاني: تنظيم سوق المشتقات المالية الفرنسي (NYSE LIFFE DE PARIS) والأدوات المتداولة به

المبحث الثالث: دور تداول الأدوات المشتقة في تمويل سوق رأس المال الفرنسي

المبحث الأول: سوق رأس مال فرنسا

وهي إحدى الفروع التابعة لأسواق NYSE euronext الأوروبية ويطلق عليها NYSE Euronext paris، لكننا سنستخدم تسمية "بورصة باريس" في هذا الفصل للتوضيح فقط، لأنه في الواقع لا وجود لبورصة باريس مستقلة وإنما في الواقع هناك اتحاد أسواق اليورونكست. ونتطرق في هذا المبحث من خلال ثلاث مطالب إلى بورصة باريس ظهورها وتطورها، والمطلب الثاني سنوضح هيكل وتنظيم بورصة باريس و كيفية التعامل فيها، إضافة إلى أهم منتجاتها المالية ومؤشراتها في مطلبها الأخير.

المطلب الأول: بورصة باريس نشأتها وتطورها

أنشأت أول بورصة لتداول الأوراق المالية في فرنسا في ليون سنة 1462 ثم انتقلت رسمياً إلى باريس عام 1724 في فندق Hôtel de Nevers، في عام 1808، وضع نابليون حجر الأساس لبناء قصر Brongniart، وفي 4 نوفمبر 1826 افتتحت بورصة باريس بشكل دائم بِنات القصر. ولقد عرفت بورصة باريس منذ ظهورها فترات متعاقبة من الازدهار والركود، وقد مرت بعدة مراحل تخللتها الكثير من الإصلاحات الهيكلية، خاصة عند تشكل اتحاد الأسواق الأوروبية "اليورونكست" في عام 2000، حيث لم يعد من الممكن الحديث عن بورصة باريسية مستقلة عن اتحاد اليورونكست. يهدف هذا المطلب بشكل رئيسي إلى التعريف ببورصة باريس وتاريخ ظهورها وتطورها المختلفة من بداية عملها كبورصة إلى غاية اتحادها مع باقي البورصات الأوروبية "اتحاد Euronext" ثم اتحادها بع بورصة نيويورك "اتحاد NYSE Euronext".

الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة باريس

ظهرت أول بورصة في فرنسا بمدينة ليون سنة 1595 وتعتبر الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة فرنسا لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدء من عام 1639 عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع خصم الكمبيالات التجارية، وتؤكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريباً 1724 عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس(1). وبالتحديد في 24 سبتمبر 1724 إذ تأسست بورصة باريس بموجب القرار الصادر عن مجلس الحكومة التابع للملك، وقد كان مقرها بفندق يدعى "l'Hôtel de de Nevers"(2)، وكانت تحتل في ذلك الوقت في المركز الثاني عالمي بعد بورصة لندن. وبعد قيام الثورة الفرنسية عام 1789 والانقلابات الجذرية على أغلب الأصعدة، أدى اقتصاد الحرب لخلق حالة من التضخم القوي وانهيار العملة الوطنية وبالتالي أغلقت البورصة ولم تتمكن السلطات

(1) محمد آدم، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، (العدد 59: بيروت، 2001)، ص 107.

(2) Jour par Jour, Bourse de Paris, sur le site :

www.linternaute.com/histoire/motcle/4156/a/1/1/bourse_de_paris; le 28/08/2013 à 20: 29

الحكومية من تسديد ديونها العامة إلا جزئيًا وبعملة منخفضة القيمة إلى حد كبير. ولقد ساعد مثل هذا الأمر كل من الطبقة الأرستقراطية والبرجوازية التقليدية على زيادة حذرهم من موضوع الادخار، وزاد من رغبتهم لتركيز أموالهم وثرواتهم في المجال العقاري، وفي الوقت ذاته تمكنت الطبقة البرجوازية الصناعية والتجارية من خلق ثرواتها عن طريق المضاربة وبيع الممتلكات والتجهيزات وتمويل صفقات الأسلحة، وأهم من كل ذلك استغلالها للبلدان المستعمرة (1). وخلال هذه الثورة تم غلق البورصة مرتين المرة الأولى بموجب مرسوم في 17 جوان 1793 تم غلقها بمرسوم 14 ديسمبر 1794 تمت إعادة فتحها. والمرة الثانية تم إغلاقها بمرسوم آخر من 9 سبتمبر 1795 قبل أن يتم إعادة فتحها مرة أخرى بموجب قانون صادر 20 أكتوبر 1795.

كما تم تغيير مقرها ثلاث مرات بعد أن كانت في l'Hôtel de Nevers انتقلت إلى كنيسة Petits-Pères ثم إلى القصر الملكي عام 1809 قبل أن تتم الانطلاقة الفعلية لبورصة باريس عند نقل مقرها الرئيسي إلى قصر برونيار Brongniart، مباشرة بعد الانتهاء من تشييده في 04 نوفمبر 1826، إذ وضع نابليون الأول حجر الأساس لهذا القصر في 1808 والمصمم من طرف الكسندر ثيودور برونيار خصيصًا لاحتضان بورصة باريس (2).

لذلك ونتيجة للإصلاحات التي شرع تطبيقها مع مطلع القرن 19م والتي شملت عدة مؤسسات أدت إلى انطلاق بورصة باريس وتطورها فيما بعد، ويمكن ملاحظة ثلاث مراحل أساسية لتطور بورصة باريس وذلك من خلال ملاحظة النسبة بين الرسملة البورصية (*) وبين الناتج المحلي الخام:

- المرحلة الأولى (النشأة) من سنة 1802 إلى 1850، كانت نشأتها برسمة أقل من 10%.
- المرحلة الثانية (التطور) من سنة 1850 إلى 1870 أين تجاوز الوزن الاقتصادي لبورصة باريس 20%.

- المرحلة الثالثة (النضج) أين أصبحت الرسملة البورصية لسوق باريس حوالي 40%.

والجدول الموالي يوضح عدد أسهم القطاعات الرئيسية في بورصة باريس خلال القرن التاسع عشر

الجدول رقم (18): عدد أسهم القطاعات الرئيسية في بورصة باريس خلال القرن التاسع عشر

القطاعات %	1801-1801	1816-1816	1831-1831	1849-1849	1871-1871
	1815	1830	1848	1870	1918
المصرفي	84	2.8	7.4	31.7	34.4
الأنابيب	16	69.5	3.4	5.7	1.5

(1) محمد آدم، مرجع سابق، ص 107.

(2) Jean-Marie Thiveaud, **La Bourse de Paris et les compagnies financières entre marché primaire et marché à terme au XVIIIe siècle (1695-1794)**, Revue d'économie financière, (N°47 : France, 1998), p 45

(*) الرسملة البورصية La capitalisation boursier: وهي حاصل ضرب سعر الورقة المالية المتداولة في عددها

2.1	1	3.2	11		التأمين
0.8	4.3	3.2	3.8		الفحم
4.3	1.9	0.7	3.2		التعدين
3.8	37	75.4			السكك الحديدية
5.2	0.9	2.3			كيماويات
5.2	2				النقل
8.9	0.3				الالكترونيات
10441	3641	975	187	126	المجموع

Source: Jean-Marie Thiveaud, Op. Cit, p 4.

وخلال 150 سنة منذ نشأة بورصة باريس ساهمت في التطور الاقتصادي الفرنسي وذلك بتمويل عدد كبير من المشاريع الكبيرة كإنشاء السكك الحديدية إلى جانب تمويل الحملات الاستعمارية خاصة قبل الحرب العالمية الأولى، ونشير إلى أنه ولغاية سنة 1830 لم يتم إنشاء شركات المساهمة بسبب ضعف التطور الاقتصادي وهشاشة النظام البنكي إلى جانب الطابع العائلي للمؤسسات، غير أن التطور الصناعي الذي حدث منذ سنة 1830 أدى إلى الانطلاق في عملية طرح الأسهم خاصة من طرف المؤسسات العاملة في مجال السكك الحديدية والبنوك والمناجم والكيمياء(1)، والتي تجمع بين التمويل الكبير والفوائد الصناعية الضخمة والادخار الخاص وكذلك رؤوس الأموال الأجنبية (الإنكليزية خاصة). وبحسب (لابروس) ارتفعت القيمة الإجمالية للمحفظة الفرنسية في البورصة -المقدرة بـ 4 مليارات فرنك عام 1850 أي أقل من 6% من إجمالي ثروة القطاع العائلي الفرنسي- إلى 35 مليار فرنك في عام 1880، أي ما يقارب 22% من ثروة القطاع الفرنسي المذكور. وفي النصف الثاني من القرن التاسع عشر أدى الازدهار المتحقق في قطاع البناء (في باريس خاصة) وظهور الشركات المتخصصة بهذا القطاع، وكذلك التطور الكبير في الخدمات العامة (شركات القطاع العام) وكذلك ظهور أعداد كبيرة ومتزايدة من المصارف، كل ذلك أدى لتوسع كبير في البورصة (2). وبسبب الحرب العالمية الأولى تأثرت سلبا بورصة باريس مما جعلها تفقد مرتبتها الثانية بعد بورصة لندن لتتراجع إلى المرتبة الخامسة في أواخر القرن التاسع عشر بعد بورصة نيويورك وطوكيو ولندن، كما أن الحرب كانت السبب وراء إفلاس العديد من المدخرين الفرنسيين الذين قاموا بالاستثمار في القيم الأجنبية خاصة في روسيا والبلقان، إذن يمكن القول أن التضخم الشديد الذي عقب الحرب العالمية إلى جانب أزمة الكساد عام 1929 تسببا في هروب المتعاملين من البورصة والعودة من جديد إلى الاكتناز(3).

(1) Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **La Bourse**, (éditions La Découverte & Syros, paris, 2006), p p 4, 5

(2) محمد آدم، مرجع سابق، ص 108.

(3) Daniel Goyeau, Amine Tarazi, Op. Cit , p 4.

وعموماً خلال القرن العشرين، نلاحظ زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما في كافة البورصات الدولية أيضاً. ففي الحقيقة ساعدت غزارة الادخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة واليابان إلى انطلاقة قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة وبالطبع عادت وانخفضت هذه الأخيرة في فترة ما بين الحربين العالميتين، لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الخمسينيات. ولكن هذا لم يدم طويلاً، إذ عرفت بورصة باريس انتكاسة أخرى في سنوات 1960 و 1970 بفعل الأزمات المالية التي شهدتها البورصات العالمية(1).

إصلاح الثمانينات: طبقت هذه الإصلاحات في فرنسا ابتداء من عام 1984 هدفها إنشاء سوق مالي قوي وتم ذلك بتوحيد السوق النقدي لإجراء سياسة نقدية مضادة للتضخم، وتفكيك الرقابة على سعر الصرف سنة 1986 وذلك لإدماج السوق المالي الفرنسي بالأسواق العالمية. وظهر أسواق جديدة في فرنسا وهي أسواق للمشتقات خلال عامي 1986 و 1987 وتتمثل في *Marché des options négociables de Monep Paris* و *Matif Marché à terme international de France*. وخلال سنة 1988، تم تطبيق قانون لإلغاء احتكار الوساطة في السوق بين السماسرة (2). كما كانت تدار بورصة باريس من طرف "شركة أعوان الصرف *la compagnie des agents de change*" التي كانت تهيمن وتحتكر عمليات التسعير، كما قامت فرنسا بعدة تعديلات شملت إدارة البورصة و ظهور مؤسسات جديدة للبورصة، حيث حلت مؤسسة البورصة الفرنسية *SBF (Société de la Bourse Française)* محل شركة أعوان الصرف. وهذه الإصلاحات التي تتماشى وإستراتيجية تحديث سوق الأوراق المالية الفرنسية التي تم الاضطلاع بها منذ منتصف الثمانينات، وخطوات رئيسية التي تمت كما يلي: (3)

– 1986-1991: تنفيذ السوق مستمرة، وذلك بالاعتماد على نظام التداول الإلكتروني *CAC (Cotation assistée en continu)* بدل التداول بالمناداة، يسمح نظام *CAC* بإمكان القيام بعملية التسعير والمتابعة المستمرة للبورصة؛

– 1988-1989: إصلاح وضع تجار الأوراق المالية وعمولات التداول الحر؛

– 1991: بداية استخدام نظام التسوية *RELIT (Règlement- livraison de titres)* تسوية التسليم للأوراق المالية)؛

(1) محمد آدم، مرجع سابق، ص 109.

(2) Pierre-Cyrille Hautcoeur et des autres, **Finance et économie réelle Les marchés financiers français: une perspective historique**, (Comprendre les marchés financiers Cahiers français n° 361), p 9.

(3) Pierre Lamy, **Bourses de valeurs**, *Encyclopédie des Marchés Financiers 2em Partie*, Yves Simon, *Op. Cit.*, p 237.

– 1995: استبدال نظام التداول عن طريق CAC بالنظام الجديد للتداول NSC (Nouveau système de cotation) هو نظام التداول بقيادة الأوامر إذ يقوم بجمعها في دفتر الأوامر المركزي الذي يحدد الأسعار التي يتم تنفيذها، وليس نشر الأسعار من قبل وسطاء تحديد الأوامر للتنفيذ. وبهذا استعادت البورصة خلال التسعينات دورها إلهام وفي 01 جوان 1999 اندمجت بورصة باريس مع مختلف الأسواق الفرنسية (SBF, MATIF, MONEP) لتشكيل مؤسسات بورصة باريس (Les Sociétés Paris Bourse SBF). وفي سنة 2000 تم دمج بورصة باريس مع بورصتي أمستردام وبروكسل لتكون بورصة Euronext.

الفرع الثاني: اتحاد أسواق المال الأوروبية "NYSE Euronext"

في 22 سبتمبر 2000، تم الاتحاد بين ثلاث بورصات وهي بورصة أمستردام (Amsterdam Exchange) وبورصة بروكسل (Brussels Exchange) وبورصة باريس (Les Sociétés Bourse de Paris) لتشكيل أول اتحاد للبورصات الأوروبية وهي بورصة يورونكست Euronext وذلك لتوحيد العمليات تحت إدارة الشركة الأم (Euronext N.V)، وكانت نسبة مشاركة كل بورصة كالتالي: بورصة باريس تمثل 60% من القيمة الإجمالية للشركات الثلاث، بورصة أمستردام 32% وبورصة بروكسل 8% ، ولقد بلغ رأس مال اليورونكست في تاريخ نشأتها 2.424 مليار يورو . وفي عام 2001 تم الاستحواذ على سوق المشتقات بلندن (LIFFE London International Financial Futures and Options Exchange)، في عام 2002 اندمجت مع مجموعة البورصة البرتغالية (BVLPS Bolsa de Valores de Lisboa e Porto) والتي سميت يورونكست لشبونة(1). والهدف الاستراتيجي لإنشاء هذا الاتحاد واستخدام عملة موحدة هو إنشاء أول سوق رأسمالي متكامل في أوروبا، وكذلك للتقليل تكاليف المعاملات وزيادة السيولة، ووضع معايير عالمية للأسواق المالية في مجال خدمات المعلومات والتداول والمقاصة والتسوية، إلى جانب السعي إلى إقامة تحالفات تعزز من كفاءة سوق رأس المال الأوروبي وتوسع نطاقه. ويرمي اليورونكست أيضا إلى تقديم خدمات رفيعة المستوى للعملاء والوسطاء والمستثمرين ومصدري الأوراق المالية، ونتيجة للتشابه في الهياكل القانونية للشركات والأسواق (وذلك لوجود غرفة المقاصة) سهل العملية(2).

وفي 22 ماي 2006 عرضت مجموعة NYSE المالكة لبورصة نيويورك، 8 مليار يورو نقدا وأسهما لمجموعة اليورونكست، كما كان هناك عرضا منافسا لبورصة نيوي ورك وهو عرض سوق الأوراق المالية الألمانية (Deutsche Bourse) في 23 ماي 2006، إذ عرضت 8,6 مليار يورو أي أكبر من العرض الأول بـ 600 مليون يورو. وعلى الرغم من ذلك إن مجموعة NYSE و اليورونكست

(1) Ali Saidi, **Qu'est-ce qu'Euronext**, sur le site :

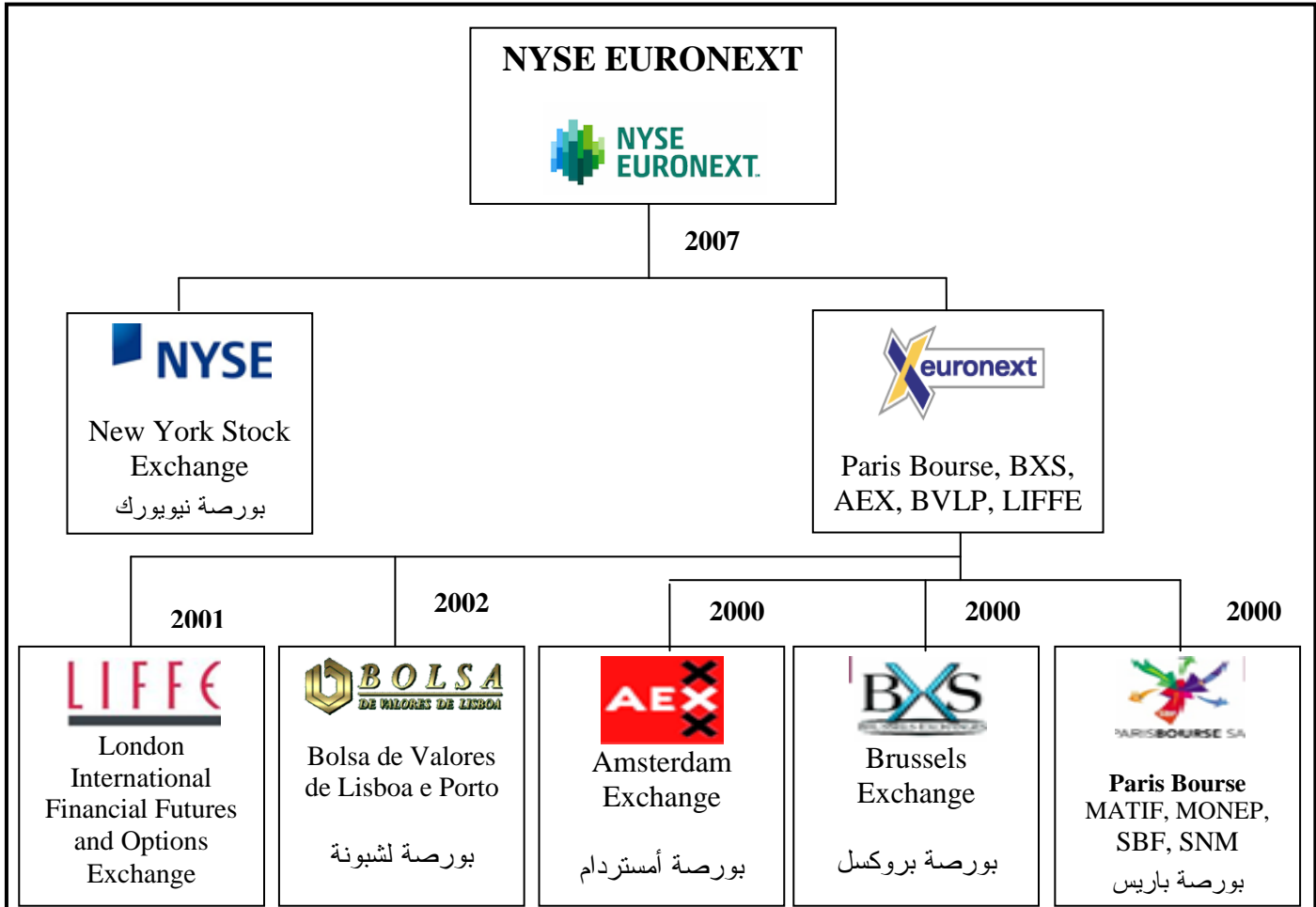
apprendreleforex.blogspot.com/2011/01/quest-ce-queuronext.html/; le : 02/09/2013, à 21:24

(2) Cours Mario Dehove, **INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE**, Septembre 2001, p1, sur le site :

mario.dehove.pagesperso-orange.fr/chap5.pdf; le : 02/09/2013, à 22:25

قررا الاندماج وذلك بتصويت أغلبية المساهمين (98,2% لبورصة نيويورك و 1,8% للبورصة الألمانية) وموافقة الجهات التنظيمية. وقد تم الانتهاء من الاندماج في 4 أبريل 2007، تشكيل بورصة نيويورك يورونكست NYSE Euronext مقرها مدينة نيويورك ولكن بعمليات أوروبية و منصة التداول في باريس. والشكل الموالي يوضح البورصات المشكلة لـ NYSE Euronext (1).

الشكل رقم (33): البورصات المشكلة لـ NYSE Euronext



Source: **La filmographie sélective de la Bourse de Paris**, sur site:

finance.sia-partners.com/20130528/la-filmographie-selective-de-la-bourse-de-paris/; le : 02/09/2013, à 22:13

المطلب الثاني: هيكل وتنظيم يورونكست باريس Euronext Paris

حتى عام 1986، كان تنظيم بورصة باريس مماثل تماما للتنظيم الذي تم تشكيله من قبل نابليون. فقد كان تداول الأوراق المالية تقتصر على السماسرة، الذين كانوا موظفين عموميين. وكانت تجمعاتهم اليومية حول التفاوض والتداول في شكل مزادات، كما كان نظام التداول يتطلب وجودا شخصيا. وفي

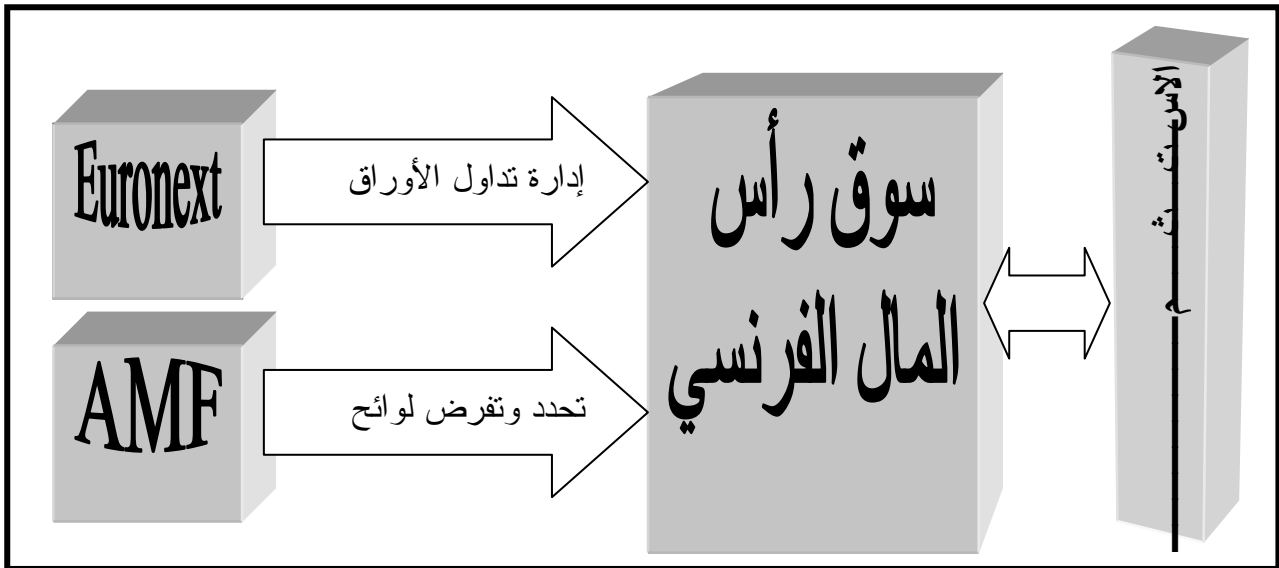
(1) **Euronext**, sur le site : en.wikipedia.org/wiki/Euronext#cite_ref-3; le : 03/09/2013, à 23:10

باريس، تم إدراج الأسهم الأكثر تداولاً (أسهم الشركات الكبيرة،...) في قصر Brongniart حول سلة، وكان يتم تداولها من 12:30 حتى 14:30. واحتكار تداول الأوراق المالية من قبل الوسطاء والسماسرة. وفي عام 1988، تم استبدال شركات الوسطاء بثلاث مؤسسات بورصية، ثم في 1996، تم تنفيذ قانون التوجيه الأوروبي بشأن الخدمات الاستثمارية، ودعا إلى قانون التحديث للأنشطة المالية، وكما أدخلت إصلاحات جديدة، بما في ذلك إنشاء مجلس الأسواق المالية (CMF). أما في عام 2001 دمجت CMF مع COB والمجلس التأديبي للإدارة المالية (CDGF) لتتأشأ جهة تنظيمية واحدة : هيئة السوق المالية (AMF). وبذلك سنتطرق في هذا المطلب إلى الهيكل الحالي المسؤول عن تنظيم بورصة باريس، وأنواع المتعاملين فيها وكيفية عمل هذا السوق.

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال الفرنسي

لضمان التشغيل والتنظيم السليم لسوق رأس المال الفرنسي فإنه وضعت تحت مسؤولية مؤسسات مختلفة، من بينهم مؤسستان مهمتان في التنظيم وهما : شركة اليورونكست والتي تدير تداول الأوراق المالية، وهيئة السوق المالية (AMF) وأنشأت بالاندماج كل من CMF، COB و CDGF وهي المسؤولة عن التحقق من المعلومات المنشورة من قبل الشركات المصدرة وتضمن أن كل فئة من فئات المستثمرين يمكنها الحصول على نفس المعلومات، كما أنها تحدد وتفرض لوائح الأوراق المالية(1).

الشكل الرقم (34): يوضح تنظيم السوق الرأس المالي الفرنسي



Source: Fabien Joly, **La Bourse Française : Initiation**, Op. Cit , p 5

(1) Fabien Joly, **La Bourse Française : Initiation**, 26.10.2009 ,p5, sur le site : www.memopage.com/bourse/QZP87KW5/M95.pdf; le : 03/09/2013, à 20:55

أولاً. هيئة السوق المالية (AMF): وهي هيئة عامة مستقلة ذات استقلال مالي وإداري كما أنها تعتبر السلطة التنظيمية للأسواق المالية الفرنسية. وقد تم تأسيسها بموجب القانون رقم 706-2003 من 01 أوت 2003 كمل الشروع بموجب المرسوم رقم 1109-2003 من 21 نوفمبر 2003. وهي هيئة عامة مستقلة ذات شخصية اعتبارية، تضمن حماية المدخرات المستثمرة من أدوات مالية واستثمارات أخرى وتعطيها مكان للاكتتاب العام وتوفير المعلومات للمستثمرين وأداء الأسواق المالية، كما تساعد على تنظيم هذه الأسواق على المستويين الأوروبي والدولي⁽¹⁾. الهدف من هذا الإصلاح هو إعطاء المزيد من السلطة للمنظم الفرنسي لمعاقبة الجرائم الناشئة عن انتهاك اللوائح وإزالة التقسيم في المؤسسات المنظمة التي لا تسهل الحوار مع الهيئات التنظيمية الأوروبية والأجنبية أو مع الشركات المصدرة والمستثمرين⁽²⁾. وكما ذكرنا سابقاً فهذه السوق المالية أنشأت بعد اندماج المؤسسات التنظيمية التالية:

– السلطة المهنية: مجلس الأسواق المالية (CMF): تأسست مجلس الأسواق المالية بموجب قانون عام 1996 وهو ناتج عن الاندماج كل من مجلس البورصات ومجلس أسواق العقود الآجلة. وهو منظمة مهنية بقيادة فريق يتكون من 16 عضواً يعينون لمدة أربع سنوات من قبل وزير الاقتصاد والمالية، والتي تمارس السلطة على الأسواق الفرنسية من خلال تحديد المبادئ العامة المنظمة لها وقواعد تشغيل الأسواق المنظمة. بصرف النظر عن إدارة المحافظ الاستثمارية، فعملها تمتد أيضاً لتشمل جميع المعاملات التي تتم من قبل

مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار في الأسواق المنظمة والأسواق خارج البورصة.

– لجنة مراقبة العمليات المالية للبورصة (COB): وهي سلطة إدارية مستقلة تم إنشاؤها بأمر في 28 سبتمبر 1967، وهي المشرفة على السوق المالي الفرنسي. إلى أن تم دمجها مع باقي المؤسسات لتشكيل AMF. وهي مسؤولة عن ضمان حسن سير العمل في السوق الرأسمالي الفرنسي، بما في ذلك انتظام المعاملات والامتثال للمساواة مع أصحاب المصلحة للمعلومات المتاحة⁽³⁾.

– المجلس التأديبي للإدارة المالية CDGF: وهي مؤسسة فرنسية سابقة مهمتها معاقبة صناديق الاستثمار المشتركة، وضمان حماية المستثمر. وبالتالي فوجب على صناديق الاستثمار تلبية مجموعة معينة من المواصفات لإصدار أسهم جديدة، وبالتالي كانت وظيفتها إجبار هذه الجهات احترام الأنظمة المعمول بها للحصول على المعلومات⁽⁴⁾.

ثانياً. شركة السوق Euronext Paris SA: استطاع الدخول إلى "ParisBourse SBF SA"

بعد اندماج بورصة باريس مع أمستردام وبروكسل. وهي إحدى الشركات التابعة لـ Euronext، وهي

(1) LOI n° 2003-706 du 01er août 2003 de sécurité financière, JORF n°177 du 2 août 2003 p13220.

(2) Juliette Pilverdier, Joane Hamet, Le Marché Financier Français, (ECONOMICA, 4em, Paris, 2001), p145.

(3) Cours Mario Dehove, Op. Cit, pp3, 4

(4) **Conseil de Discipline de la Gestion Financière ou CDGF**, sur le site :

edubourse.com/lexique/conseil-de-discipline-de-la-gestion-financiere; le : 03/09/2013, à 22:03

مسؤولة عن تنظيم وضمان عمل سوق الأوراق المالية الفرنسية. فإنها تؤمن قواعد السوق وهذا بموافقة مجلس الأسواق المالية، وإعلان عن قبول الأوراق المالية القائمة، تقبل طلبات العضوية، وتدير أنظمة الكمبيوتر للتداول العام مع إشهار المفاوضات. ويسجل أيضا المفاوضات بين أعضاء السوق، من خلال غرفة تبادل المعلومات Clearnet SBF SA وهي مؤسسة تابعة لها بنسبة 100%، وبالتالي تضمن تسديد الأوراق المالية المباعة، وتسليم الأوراق المالية المشتراة (1). وقد نظمت يورونكست أنشطتها نحو سبعة أقطاب:

- تداول الأوراق المالية: إدارة منصة الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛
- تداول المشتقات: إدارة منصة التداول المشتقات؛
- رسوم المعاملات: رسوم تداول الأوراق المالية المتداولة من خلال Clearnet؛
- التسوية والتسليم: وذلك بإدارة عملية التسوية، التسليم ووظائف الإيداع في Euroclear (*) أو التعاون مع الشركة التابعة؛
- إدارة التداول: إدارة عمليات التداول العام؛
- خدمات المعلومات: توفير البيانات للمستخدمين؛
- رصد الأسواق التي تديرها اليورونكست (2).

الفرع الثاني: المتعاملون في سوق رأس المال الفرنسي

ويمكن تصنيف المتعاملون في بورصة باريس إلى ما يلي:

أولا. الشركات المدرجة Les sociétés cotées: وهم الشركات الذين وضعوا كل أو جزء من رؤوس أموالهم في السوق، وتخضع الأسعار لقواعد صارمة من الإفصاح للمستثمرين، ويتم التحكم في رسوم أوراقهم المالية أو خدماتهم من قبل هيئات رصد الأسواق. وبلغ عدد الشركات المدرجة على مستوى اليورونكست باريس نهاية شهر ديسمبر 2005 بـ 1019 شركة بما في ذلك 104 الشركات الأجنبية، مع رأس مال الشركة الإجمالية 1491 مليار يورو. وجميع الشركات المدرجة في يورونكست باريس تظل خاضعة للسلطات التنظيمية الوطنية الفرنسية، سواء أن كانت فرنسية أو أجنبية. وقد تم توزيع جميع الشركات المدرجة في أسواق NYSE Euronext Paris بتاريخ 31 ديسمبر 2012 حسب الجدول الموالي:

الجدول رقم (19): يوضح عدد الشركات المدرجة في كل قسم من السوق الرأسمالي الفرنسي

(1) Cours Mario Dehove, Op. Cit, p4.

(*) Euroclear: هي شركة دولية للإيداع والتسوية والتسليم السندات والأسهم وصناديق الاستثمار، التي أنشئت في عام 1968 في بروكسل. وفي فرنسا فهي تتلقى تعليمات التسوية والتسليم من المقاصة LCH.Clearnet. كما تعتبر أكبر نظام التسوية / تسليم الأوراق المالية في العالم للمعاملات المحلية والدولية في السندات والأسهم.

(2) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p150.

عدد الشركات المدرجة في كل قسم	أقسام السوق الرأس المالي الفرنسي
110	يوروليست A
123	يوروليست B
272	يوروليست C
163	NYSE Alternext
239	السوق الحرة

Source: europeanequities.nyx.com/fr/listings/faq/nyse-euronext;le:31/10/2013,à 20:09

ثانيا. المستثمرين Les investisseurs: المستثمرين بنوعيه الفرديين ومؤسسات (صناديق التقاعد وشركات التأمين، الخ). وهي تمتلك جزء من رأس المال المستثمر في البورصة من خلال صك قابل للتداول، وهي الأسهم (1). وهناك نوعين من المستثمرين وهما: عارضي الأوراق المالية وطالبيها. فالنوع الأول تتألف من كيانات قانونية، عامة أو خاصة، سواء أن كانوا مقيمين في فرنسا أو غير المقيمين بها، الذين يرغبون في الاقتراض وتكون على شكل أسهم أو سندات. ويمكنهم بطبيعة الحال الوصول إلى السوق الأولية. أما طالبي الأوراق المالية هم مشتري للأوراق المالية من السوق الأولية أو السوق الثانوية. وقد يكونوا المستثمرين أفراد أو شركات أو مؤسسات استثمارية. (2)

ثالثا. الوسطاء الماليين Les intermédiaires financiers: في عام 1988، كانت التجارة في السوق المالية الفرنسية احتكار للوساطة المالية، وجاء التوجيه الأوروبي على الخدمات المالية حيز التنفيذ في 01 جانفي 1996 ويتطلب من الدول الأعضاء المواعمة لأنظمتها. ففي فرنسا، تم نقل هذا التوجيه في قانون "تحديث الأنشطة المالية" في 02 جويلية 1996 (3). والآن هناك نوعان من الوسطاء: شركات الاستثمار التي تعمل على الانترنت، ومؤسسات الائتمان (بنوك ومصارف الادخار، الخ)، ويتم إسناد إليها الأوامر التي جمعت من شركات الوساطة (أو السماسرة) وتقوم بتسجيل الأوامر المعطاة من قبل المستثمرين، ونقلها للسوق وضمان تنفيذها. هؤلاء الوسطاء الماليين يخضعون لقواعد الترخيص والتشغيل والمراقبة (4).

رابعا. المفاوضون والتعويضون Les négociateurs et les compensateurs: المفاوضون هي مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار التي طلبت الانضمام للسوق لتنفيذ أوامر الشراء والبيع. أما التعويضيون وهم المسؤولين عن التسوية والتسليم عبر Clearnet بين البائعين والمشتريين في غضون

(1) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, (Banque Populaire Rives De Paris, Avril 2011), p 7. Sur site:

www.fortuneo.fr/datas/files/guide_d_investissement.pdf ; le : 05/09/2013, à 19:43

(2) Cours Mario Dehove, Op. Cit, p 2.

(3) Ipd, p 3.

(4) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Avril 2011, Op. Cit, p 7

فترة زمنية محددة وذلك بتنفيذ أوامر المفوضون. ويمكن للمفاوضين ضمان تسوية عملياتهم من خلال يورونكست باريس إذا كانوا مزدوجي الوظائف -المفاوضون والتعويضين-، خلاف ذلك، فعليهم الاتصال بعضو آخر في السوق لتنفيذ عملياتهم(1).

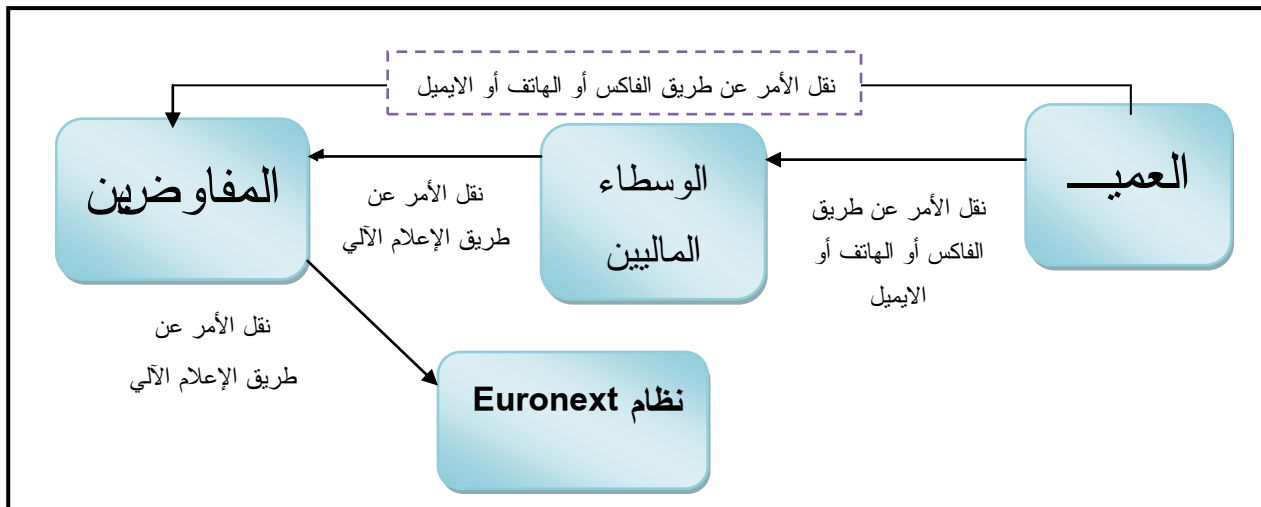
الفرع الثالث: عمل سوق رأس المال الفرنسي

في جانفي 2009 شرعت شركة NYSE Euronext بتطبيق دفتر الأوامر الخاص بها في بورصة أمستردام، بروكسل وباريس. كما تم تخفيض تكاليف المعاملات بهذه الأسواق ليتمكن العملاء الاستفادة من تحسين الوصول لتلك الأسواق لزيادة الكفاءة وحجم السيولة في السوق، وذلك باستخدام منصة موحدة بين البورصات المندمجة (NSC للمنتجات النقدية و LIFFE CONNECT (*) للمشتقات المالية). ويتم تجانس قواعد المعاملات بين الأسواق المشتركة (وذلك لتجنب اختلافات في الأسعار لنفس القيم من مكان إلى آخر)، ونظام المقاصة الموحدة بنفس الطريقة للتسوية (2).

أما في بورصة يورونكست باريس فقد تم تطبيق نظام تداول الالكتروني للأوراق المالية من 9 صباحا إلى غاية 17:35 بشكل مستمر للأوراق المالية الأكثر سيولة ومرتين يوميا للأوراق الأخرى، ويتيح هذا النظام للتداول المستمر بنقل الأوامر في أي وقت، وبذلك تجمع أوامر العميل وتتراكم وتوجه مرة واحدة أو مرتين في اليوم وفي أوقات محددة 11:30 و 16:30 (على الساعة 15:00 لقيم السوق الحرة فقط)(3).

ولتنفيذ العمليات في سوق فرنسا للأوراق المالية، يجب أن يتم فتح حساب للعميل في مؤسسة الوساطة: وهي شركة استثمار أو مؤسسة الائتمان (بنوك ومصارف الادخار، مكتب البريد)، فتعليمات الوسيط المالي هي أوامر السوق التي تصل في النهاية إلى المفاوضين. ويمكن إيصال الأمر للوسيط عن طريق الهاتف أو الفاكس أو خدمة الانترنت، ولكنه يجب أن يأخذ نسخة رسمية ليتم حفظها فيما بعد.

الشكل رقم (35): يوضح كيفية نقل الأوامر في بورصة NYSE Euronext Paris



بورصة جنوب مينيابوليس MGEX، بورصة السلع لويبيبيج WCE، البورصة الدولية للعقود الاجله لتوكيو TIFFE.

(2) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Avril 2011, Op. Cit, p 4

(3) Ipid, p 13

Source : **Les ordres de bourse**, Euronext, Février 2004, p 4. Sur site: ifs.u-strasbg.fr/large/supports/mm/Ordre2004.pdf; le: 21/09/2013, à 22:14

ولضمان انتظام المعاملات، يتطلب لحظة وصول الأمر لدفتر المفاوض أن تعرف باسم الشخص الذي قدمها. ولذلك يستخدم نظام NSC طابع مزدوج(1):

- الطابع الزمني التجاري الذي يتوافق مع وقت وصول الأمر؛
- الطابع الزمني للسوق وذلك لحظة إدخال الأمر في سوق تكنولوجيا المعلومات.

أولا. الأوامر في بورصة باريس: ويمكننا تمييز عدة أنواع من الأوامر في سوق باريس للأوراق المالية، فهناك أنواع تسمح بالتحكم في سعر التنفيذ بينما يفضل البعض الآخر التحكم في توقيت التنفيذ:

I. الأمر المحدد Limit Order: وهنا يقوم العميل بتعيين الحد الأقصى لسعر الشراء أو الحد الأدنى لأسعار البيع، وهو النوع الأكثر استعمالا لأنه يسمح بالسيطرة على سعر التنفيذ، غالبا ما يتم استخدامه من قبل المستثمرين لأنها تمكنهم من السيطرة على السعر، ولكن تنفيذ تلك الأوامر قد يكون جزئيا(2).

II. الأمر بسعر السوق L'ordre au prix du marché: وهو أمر لا يكون فيه السعر محدودا، إذا كان الأمر موجودا عند افتتاح التداول، فإنه يتم تحويله إلى أمر المحدود بسعر الافتتاح . وإذا تم إدخال الأمر خلال التداول، يتم معالجته من قبل النظام، ويصبح الأمر محددًا عند حد السعر الأفضل لدى الجانب الآخر عندما يتم تمرير الأمر في السوق، ومعنى ذلك، أن أمرا محددًا بسعر أفضل عرض إذا كان أمر الشراء، أو يكون الأمر محددًا بسعر الطلب الأعلى إذا كان أمر البيع. في حالة التنفيذ الجزئي أو عدم تنفيذه، فالأمر يبقى على ورقة السوق كأنه أمر محدد بسعر الافتتاح.

III. الأمر غير محدد السعر L'ordre à tout prix: هذا الأمر ليس له حدود السعر فالعميل هنا يوافق على شراء أو بيع مهما كان الثمن، فهذا الأمر يأخذ الأسبقية على جميع الأوامر الأخرى، يسمح هذا الأمر بالتنفيذ الكامل.

IV. أمر الكل أو لا شيء L'ordre tout ou rien: وهو الأمر محدود التنفيذ مشروطا بوجود عاتدا كافيا في السوق، فالعميل هنا يريد التنفيذ الكامل لأمره، وإذا تعذر ذلك، لا ينفذ. وتكمن أهمية هذا الأمر هو تجنب تفويت الأمر، فالأمر مكلف جدا (تحصيل الرسوم لكل عقد)، مع الحفاظ على السيطرة على

(1) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p168.

(2) **Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris**, Avril 2011, Op. Cit, p 13

- الأسعار(1). ولكنه نادرا ما يتم تنفيذ هذا الأمر، ولا يمكن استخدام هذا الأمر لمعاملات الأوراق المالية التي تضم CAC 40 أو أي مؤشر آجر. ولذلك تم إزالة هذا الأمر لإستخدامه المنخفض(2).
- V. أمر الانطلاق Les ordres à déclenchement: وهي مفيدة لتحديد المراكز في السوق والحماية ضد الانتكاسات المحتملة، وهي تشير إلى وجود حد لتغير السعر المتوقع في الاتجاه المعاكس للأوامر المحدودة(3). وهناك نوعان من أوامر الانطلاق(4):
- **أمر بعتبة الانطلاق L'ordre à seuil de déclenchement**: وهو أمر يكون فيه حد للسعر الذي يتحول إلى الأمر غير محدد السعر، وهو نوع من الأوامر التي تضمن التنفيذ الكامل، ولكنه لا يستطيع السيطرة على الأسعار.
 - **أمر بسطح الانطلاق L'ordre à plage de déclenchement**: ويكون لديه حدودين للسعر:
 - ⇐ في حالة الشراء: فالحد الثابت الأول هو السعر الثابت وما فوقه الذي يمكن للعميل تنفيذ أمر الشراء، أما الحد الثابت الثاني هو السعر الأعلى الذي يتناول عليه العميل لتنفيذ الشراء.
 - ⇐ في حالة البيع: فالحد الثابت الأول هو السعر الثابت وما تحته الذي يمكن للعميل تنفيذ أمر البيع، أما الحد الثابت الثاني هو أقل سعر الذي يتناول عليه العميل لتنفيذ البيع.
- VI. **أمر المؤشر L'ordre indexé**: أنشأ هذا الأمر مع توحيد منصة التداول العالمية، والمستثمر في الأوامر يبحث دائما عن أفضل مزايده أو أفضل صفقة متاحة في دفتر الأوامر المركزي (*). ويتبع هذا الأمر اتجاه السوق في الوقت الحقيقي، وأمر المؤشر يراقب باستمرار العطاء أفضل أو أفضل عرض على دفتر الأوامر المركزي. ويمكن تعيين لهذا الأمر سعر محدد: فإذا تم تجاوز ذلك، يتم تعليق الأمر حتى السعر المرجعي هو الأعلى (للحصول على أمر الشراء) أو أدنى (للحصول على أمر البيع) فأمر المؤشر يبحث دائما عن أفضل عرض لذلك يستأنف العرض عندما يصبح هذا الأخير أفضل من الحد المسموح به. وفي كل تحديث تلقائي للسعر المحدود يرتبط به أمر المؤشر، ويتم تعيينه حسب الأولويات الزمنية الجديدة(5).

ثانيا. تسوية الأوراق المالية في سوق باريس للأوراق المالية : حرصت هيئة السوق المالية (AMF) على محو الخصوصيات المحلية وقامت بعدة إصلاحات لعولمة السوق الفرنسي، وعمت

(1) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p p[170, 172].

(2) **Ordre Tout ou Rien**, sur le site :

edubourse.com/lexique/ordre-tout-ou-rien.php; le 20/09/2013 à 23 :16

(3) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 172.

(4) **Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris**, Avril 2011, Op. Cit, p 14

(* دفتر الأوامر المركزي: وهي سجلات إلكترونية لتسجيل أوامر الشراء والبيع، في انتظار تنفيذها، وفقا لأولويتها.

(5) Ipid, p 14

التسوية النقدية بين جميع الأسواق، فقد قامت بحذف نظام الدفعات الشهرية (RM)(*). مما سمح للمستثمرين بشراء وبيع الأوراق المالية على حساب، مع تصفية وتسوية المراكز في تاريخ التصفية (جلسة التداول السادس قبل نهاية الشهر). ويتم نقل ملكية الأسهم في يوم تسوية وتسليم الأوراق المالية المحفوظ بها بعد ثلاثة أيام من تنفيذ الأمر على جميع الأوراق المالية المدرجة (1). وبذلك هناك نظامين للتسوية في يورونكست باريس وهما:

I. التسوية النقدية: يتم تداول جميع أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المنظمة الفرنسية على المعايير الأوروبية التي اعتمدها ثمانى بورصات من التحالف الأوروبي. والتسوية نقدا في الواقع هي عملية التسوية والتسليم باستخدام J+3 (التسوية بعد 03 أيام من التنفيذ)، ويكون التداول النقدي في السوق الفوري فقط (2).

II. خدمة الدفع المؤجل (SRD): يتم تداول كل القيم المدرجة في بورصة NYSE Euronext مقابل مبالغ نقدية، فهي تقدم للمستثمرين خدمة الدفع المؤجل (SRD) والتي توفر إمكانية تأجيل عمليات التسوية إلى نهاية الشهر وهذا ما يطلق عليها عملية التصفية، ويتم تعيين تاريخ التسوية خلال خمسة أيام قبل نهاية الشهر. ولا يمكن القيام بهذه العمليات على حسابات الأوراق المالية العادية والغير مسموحة ضمن PEA (*). وتسمح خدمة الدفع المؤجل (SRD) بالتفاوض على شروط الصفقة، وذلك بسبب وجود فجوة بين يوم التداول (شراء أو بيع) ويوم التسوية أو تسليم الأوراق المالية. لذلك يمكنك شراء الأسهم ودفع يكون في نهاية الشهر، وهذا النظام يشبه الائتمان (3)، فكما يوحي اسمها، تسوية المعاملات (الدفع للمشتريات أو مبيعات للاستلام) لا يحدث إلا في نهاية الشهر التداول، وبعبارة أخرى يمكنك الشراء والبيع خلال شهر التداول دون الحاجة إلى الدفع نقدا، فلذا تجاوز سعر بيع سعر الشراء أو العكس فإنه ستنم التسوية النقدية فقط. ومع ذلك، فهي خدمة ليست لجميع الأوراق والقيم، فهي تتعلق بالشركات الفرنسية والأجنبية الرئيسية المتداولة في باريس، ويطلق على هذه القيم الأكثر نشاطا في المنطقة، أي أنها تلك التي

(* التسوية الشهرية Règlement Mensuel (RM)): كانت تستخدم من طرف بورصة باريس سابقا، إذ توضع أوامر البيع والشراء في كل جلسة تداول ولكن تتم تسوية العمليات لآخر يوم من الشهر التداول (دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية)، وإذا طلب العميل أمر التسوية الفورية فإنه يجب عليه دفع رسوم إضافية (1% من المبلغ من النظام).

(1) Ipid, p 14

(2) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 179.

(* خطة الادخار للأسهم (PEA) Plan d'Epargne en Actions): هو مغلف الاستثمار معفى من الضرائب جزئيا، فهو الإطار القانوني الذي يسمح لنمو محفظة الأسهم الأوروبية (الأموال المستثمرة بشكل رئيسي في الأسهم الأوروبية) في ظروف الضريبية الأكثر جاذبية. فقد أنشأت PEA في 16 جويلية 1992 بإعفاء كامل للضريبة على أرباح الأسهم مقابل الوقت إلزامي خمس سنوات على الأقل - في عام 1996 أنشأت الحكومة ضريبة 0,5% وتم رفعها إلى 11% في عام 2005.

(3) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Avril 2011, Op. Cit, p 14

لديها أعلى حجم معاملات. أما باقي الأوراق المالية يجب أن يتم تداولها نقدا. لذلك فمن أهم الشروط التي يتم توفرها في هذه القيم:

- يجب أن ينتمي هذه القيم إلى مؤشر SBF 120؛
 - يجب أن تتجاوز قيمتها السوقية مليار يورو؛
 - حجم التداول اليومي يجب أن يتجاوز مليون يورو.(1)
- ولكن قبل أن تتم أي صفقة باستخدام SRD يجب على الوسيط ضمان الملاءة المالية للعملاء، لذلك فرضت إدارة السوق لوائح على العميل لتغطية مركزه قبل وضع أمر SRD وتحسب كنسبة مئوية من المواقف المتخذة، ومقدار التغطية يختلف تبعا لتكوينها و يتم تحديد كما يلي:
- 20% نقدا وأذون الخزانة أو OPCVM(*) النقدية أو الخاصة بأذون الخزانة؛
 - 25% من السندات المدرجة، سندات الدين أو OPCVM للسندات؛
 - 40% من الأسهم المسعرة أو OPCVM للأسهم.
- وحتى آخر يوم للتصفية يمكن للعميل إذا لزم الأمر تمديد مركزهم المالي، وتعني ذلك تأجيل عملية التصفية لعمليات أخرى للتسوية والتصفية، ولكن هذه العمليات قد تكون مكلفة أحيانا(2).

المطلب الثالث: أقسام سوق رأس المال الفرنسي، منتجاتها المالية ومؤشراتها

سنتطرق في المطلب الأخير إلى أقسام السوق المنظمة منها والغير منظمة والمنتجات التي يتم التداول بها ومؤشراتها ومن أهم المؤشرات CAC 40.

الفرع الأول: أقسام سوق رأس المال الفرنسي

قامت شركة اليورونكست في عام 2005 بإصلاحات رئيسية على أسواقها، وهذا الإصلاح الذي هو جزء من قواعد الاتحاد الأوروبي الجديدة القائمة على الشفافية المالية، وصممت خصيصا لتعزيز القيم المتوسطة والتي تمثل 85% من الشركات الفرنسية ونتج عن تلك الإصلاحات إنشاء السوقين، الأسواق الفرنسية الخاضعة للتنظيم (Eurolist - MONEP - MATIF)، وكذلك الأسواق الغير منظمة (Alternext - السوق الحرة). وتوفر هذه الإصلاحات وسيلة لتحرك المستثمرين في اليورونكست لتحقيق الاستفادة القصوى من الفرص الاستثمارية.

(1) Jean-Marc Béguin, Arnaud Bernard, L'essentiel des techniques bancaires, (Eyrolles, paris, 2008), p133.

(*) OPCVM: وهي اختصار لـ les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières وهي تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتداول، وتتوفر على المدخرات المتاحة فهي أداة الادخار أو الاستثمار على المدى القصير، وتستخدم أساسا من قبل الشركات لإدارة تدفقاتها النقدية. وعملية شراء أو بيع هذه التعهدات تكون مع البنك الذي تتعامل معه أو مؤسسة مالية.

(2) **Marchés au comptant L'organisation institutionnelle et fonctionnelle des marchés d'Euronext**, (Entreprise NYSE Euronext, Novembre 2006), p34, sur le site : linebourse.fr/fr/fr/oic/sil/download/guideact.pdf; le 12/10/2013 à 21 :52

I. أولا. الأسواق المنظمة: وهي تضم كل من اليوروليست وسوقي المشتقات MATIF و MONEP. **I. Eurolist:** في فيفري 2005، تم دمج جميع الأسواق المنظمة الفرنسية (السوق الأول، والسوق الثاني والسوق الجديدة) في سوق واحد وهو سوق اليوروليست. وقد تم تمديد توحيد الأسواق المنظمة للأسواق الأخرى في أمستردام وبروكسل ولشبونة والذي أنشئ أيضا قائمة موحدة اعتبارا من 04 أبريل 2005. ويتم تصنيف الشركات المدرجة في اليوروليست عن طريق رأسمالها وحسب الترتيب الأبجدي، بالتالي هناك ثلاث مجموعات A، B و C موضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (20): يوضح تقسيم مقصورات Eurolist حسب رأس مال الشركات

المقصورات	القيم	رأس المال
يوروليست A	القيم الكبيرة ويطلق عليها "Les blue chips" (*)	القيم الأكبر من مليار يورو
يوروليست B	القيم المتوسط	ما بين 01 مليار و 150 مليون يورو
يوروليست C	القيم الصغيرة	رسمة أقل من 150 مليون يورو

Source : Jean-Marc Béguin, Arnaud Bernard, Op. Cit, p 130.

هناك أيضا مجموعتان فرعتان وهما:

- شركات من منطقة اليورو؛

- الشركات العالمية (خارج منطقة اليورو) المتداولة في باريس(1).

وأنشئت لتحسين السيولة وتسهيل الضوء على القيم المتوسطة، الشركات المدرجة في يوروليست تخضع لنفس قواعد الإفصاح المالي التي وضعتها هيئة السوق المالية (AMF). وبالإضافة إلى تصنيف القيم إلى ثلاث مقصورات، فقد تتطلب الشركات المدرجة في يورونكست أن تنتمي إلى واحدة من شرائح السوق حسب نوعية صناعتها إلى(2):

- **NextEconomy:** وهو الجزء الذي يجمع شركات قطاعات التكنولوجيا الجديدة (التكنولوجيا

الفائقة، التكنولوجيا الحيوية، الإنترنت، الاتصالات والإعلام والترفيه الرقمي).

- **NextPrime:** هو الجزء الذي يجمع شركات القطاعات التقليدية.

II. MONEP و MATIF (NYSE LIFFE PARIS): وهي أسواق للأدوات المشتقة

(* Les blue chips): هو الاسم المستعار لأسهم الشركات المدرجة ذات جودة عالية والموثوق بها

bourse.trader-finance.fr/euronext+paris/ ; le 24/09/2013 à 11 :03

(1) Jean-Marc Béguin, Arnaud Bernard, Op. Cit, pp 130, 131

(2) **Marchés au comptant-L'organisation institutionnelle et fonctionnelle des marchés d'Euronext**, (Entreprise NYSE Euronext, Novembre 2006), p 8. Sur site:

www.linebourse.fr/fr/fr/oic/sil/download/guideact.pdf; le 27/09/2013 à 21 :33

– **MATIF**: ويتم التداول في هذا السوق المنتجات المشتقة التي تتطوي على نقد أو موجودات مالية مثل السندات، أذون الخزينة والعملات الأجنبية وما إلى ذلك. وكذا العقود المستقبلية على السلع الأساسية (القمح، الذرة...)، تسمح لأصحاب هذه الأصول الحد من مخاطر التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف.

– **MONEP**: وهو سوق للخيارات قابلة للتداول للأوراق المالية، أو مؤشرات مثل CAC40... وسيتم التطرق لكلا السوقين بالتفصيل في المبحث التالي.

ثانياً. **السواق غير المنظمة**: وتنقسم إلى سوقين فرعيين وهما:

I. Alternext: تم إنشاء هذا القسم في ماي 2005 وهو مخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة الراضية في زيادة رأس مالها في منطقة اليورو، وبذلك فهو قسم مفتوح أمام جميع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يفضل أن يتراوح رقم أعمالها بين 5 إلى 8 مليون يورو، وهو يعد غير منظم من الجانب القانوني لكن البيورونكست تشرف على تنظيمه ومراقبته، وقد وضعت قواعد لضمان حماية المستثمرين ودعم السيولة، وقواعد إدراج صارمة بما فيه الكفاية لإصدار عقود أكثر جاذبية من السوق الحرة. ولكن في نفس الوقت تكون تلك القواعد مرنة بما فيه الكفاية بغرض تسهيل الدخول لجميع أنواع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كان قطاع نشاطها وعلى جميع المستثمرين أيضاً (1)، وحتى تدرج المؤسسة في هذا السوق عليها أن تقوم بـ:

- الامتثال للالتزامات بشأن الشفافية المالية (المعلومات الأولية والسببية، أي معلومات من شأنها أن تؤثر على سعر السوق، وما إلى ذلك)؛
- أن يكون لديها "Listing sponsor ضامن الإدراج(*)"، ويقدم ملخصاً حساباته لمدة عامين؛
- وعلاوة على ذلك، من أجل حماية المستثمرين، يجب أن توافق على إخضاع 2,5 مليون يورو من الأوراق المالية تحت تصرف السوق.

II. السوق الحرة: تأسست السوق الحرة في عام 1996 وهو سوق غير منظم، فالشركات هنا لا تخضع لنفس قواعد الإفصاح المالي للشركات المدرجة في الأسواق المنظمة، فشرط الالتحاق بها بسيطة إذ يكفي التصريح بهيكل الشركة والبيانات الخاصة بالسنتين السابقتين. والشركات المدرجة في هذه السوق غالباً ما تكون الشركات الصغيرة جداً وهذا يتيح لهم التأقلم مع سوق الأوراق المالية من دون القيود الكثيرة، كما

(1) **Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris**, (Banque Populaire Rives De Paris, Mars 2006), p 2. Sur site:

caisse-epargne.com/cache/guide-bourse_doc_20111128142315.pdf; le 27/09/2013 à 21 :33

(*) **Listing sponsor** أو ضامن الإدراج: وهو شريك لا غنى عنه للشركة المقدمة للطلب، ويرافق على إجراءات قبوله ويساعده على الوفاء بالتزاماته تجاه جميع المعلومات طوال طمده تجارته.

أنها لا تتطلب على سبيل المثال نشر الحسابات الفصلية أو نصف السنوية، فالمطلوب منها فقط منشور سنوي. وتعتبر السوق سوق غير سائل نسبياً(1).

الفرع الثاني: المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال الفرنسي

وتداول فيها عدة أدوات مالية ومن أهمها ما يلي:

أولاً. الأسهم: نمت الأسهم بشكل كبير منذ سنوات الثمانينات، إذ ارتفع الإصدار الإجمالي للأسهم من 77 مليار فرنك فرنسي سنة 1985 إلى 313 مليار فرنك فرنسي سنة 1998. وفي 2001 وصل الإصدار الإجمالي إلى 1319 مليار يورو. أما سنة 2007 فقد وصل حجم تداول الأسهم إلى 1746 مليار. وتنقسم الأسهم المدرجة في السوق الفرنسي إلى خمسة قيم وهي كالتالي:

I. أسهم ذات العائد Les valeurs de rendement: وهي أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع

عائدات أسهمها بشكل منتظم، لذلك فإن نسبة كبيرة من عائداتها توزع على مساهميها، كما أن تقلبات أسعارها أقل من غيرها من الأوراق المالية فهي أكثر استقراراً، فهي أكثر مقاومة من الأسهم الأخرى ضد هبوط أسواق الأسهم، خاصة في أوقات الانكماش الاقتصادي لهذا فهي من الأسهم الجذابة. ومثال ذلك أسهم BNP Paribas، والتي يتم بيعها بشكل كبير في السوق، فعلى سبيل المثال كان العائد الذي وزعته بنسبة 8,3% لعام 2011. وشركة France Télécom التي قدمت عائداً بنسبة 12% لسنة 2011 و2012، وفي طليعة الأكثر الأسهم عائداً كانت من نصيب شركة Nexity فلقد قدمت عائداً بنسبة 15% سنة 2011(2).

II. أسهم Blue-Chips: وهي من أسهم الشركات الضخمة الراسخة، لها تاريخ طويل من الأرباح

ودفعات وأرباح منتظمة للمساهمين. وهي تعتبر من أقل الشركات مخاطرة بالنسبة للمستثمرين فأسعارها مستقرة نسبياً، وتستهوي أولئك الذين يسعون إلى كلاً من الدخل الجاري والأرباح على المدى الطويل. كما أنها من الشركات المصنفة في المجموعة الأولى (أي المقصورة Eurolist A) (3).

III. أسهم عالية النمو Les valeurs de forte croissance: يتم إصدارها من قبل الشركات

الريادية الشابة التي تقدم معدل نمو أعلى من صناعاتها. هذه الفئة تميل إلى توزيع أرباح قليل، إن وجدت، وذلك لأنها بحاجة إلى تعبئة جميع أرباحها لضمان التوسع المالي. وهي مناسبة للمستثمرين الذين يسعون بصورة مبدئية للحصول على أرباح رأسمالية على المدى الطويل بدلاً من الدخل. وهي تميل إلى كونها

(1) **La structure des marchés français**, Op. Cit,

(2) **Dividendes: les plus belles valeurs de rendement du moment**, 15 Septembre 2011, sur le site : cafedelabourse.com/archive/article/dividendes-les-plus-belles-valeurs-de-rendement-du-moment# ; le 07/11/2013 à 20 :58

(3) محمد ابراهيم بديوي ، تداول الأسهم، سبتمبر 2003، ص14، على الموقع:

4shared.com/file/72921460/7880f0d2/_online.html?err=no-sess ; le 14/11/2013 à 22 :05

سريعة التغيير وبالتالي كبيرة المخاطرة مقارنة بمعظم الأسهم، كما يتم إصدارها من قبل الشركات بمعلومات تاريخية قليلة(1).

IV. الأسهم الدورية Les valeurs cycliques: وهي أسهم في شركات تعكس عائداتها الاقتصاد ككل بمعنى أنها تزدهر عند ازدهار الاقتصاد وتبطئ عند تعثر الاقتصاد. أسهم صناعة السيارات تتصرف بهذه الطريقة في جميع الأوقات. وهذه الأسهم تحوز على اهتمام المستثمرين الذين يشعرون بأنهم يمكنهم الاستفادة من الاندفاع المستقبلي للاقتصاد.

V. الأسهم الدفاعية Les valeurs défensives: وهي أسهم شركات بالرغم من أنها عادة ما لا تتأثر بدورة العمل التجاري لذلك فأرباحها تستمر حتى عند تقلب الاقتصاد، والمثال على ذلك هي الأسهم في الشركات المعروفة بأن تزدهر في الأوقات الصعبة، ومن بين الأسهم الدفاعية أسهم Safona وأسهم Danone(2).

ثانياً. السندات: نمت السندات بقوة في فرنسا خلال النصف الثاني من التسعينات تحت ضغط:

- احتياج الدولة للتمويل الكبير ومتطلبات رأس المال للمؤسسات العامة؛
- الطلب المتزايد على مؤسسات الائتمان لموارد طويلة الأجل، وقد شجعت كذلك من طرف الدولة. وارتفعت الانبعاثات الإجمالية من 100 مليار فرنك في 1980، ثم أصبح 340 مليار فرنك في عام 1986 و 490 مليار فرنك في نهاية تسعين عاماً (3). أما بعد اتحاد البورصات وبالتحديد نهاية عام 2001 وصل حجم السندات إلى 795,1 مليار يورو، وفي 2007 فقد وصل حجم تداول تلك السندات إلى 816 مليار أورو. ومن أهم السندات المتداولة في السوق الفرنسي:

1. **حسب نوع المصدر**: وهناك **سندات حكومية** وهي سندات يصدرها القطاع العام لتمويل نشاطاتها، ومن السندات الأكثر شهرة في فرنسا هي سندات الخزينة الشبيهة OAT (Obligations assimilables du Trésor) واستحدثتها السلطات الفرنسية عام 1985 ولقد أصدرت لفترة تتراوح بين أربع سنوات وثلاثين سنة وذلك لتمويل احتياجاتها على المدى الطويل (4). وهي لا تزال تتمتع بالأفضلية في السوق الفرنسي ففي 2011 منحتها وكالات التصنيف (AAA)، ويتم تسديد المبلغ الأصلي مع الفائدة دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق. ويتم عرضها عن طريق مختصون في سندات الخزينة SVT (Spécialistes en du Trésor Valeurs) وهم إما البنوك المعتمدة أو يورونكست، وتكون السندات بسعر فائدة ثابت أو عائماً(5). أما النوع الثاني فهي **سندات الشركات الخاصة** وهي سندات تصدرها المؤسسات الخاصة

(1) boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/actions/types-d-actions; le 14/11/2013 à 21 :13

(2) محمد إبراهيم بديوي ، مرجع سابق، ص ص 14، 15.

(3) Cours Mario Dehove, Op. Cit, p 5.

(4) وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، (دار المنهل البناني، بيروت، 2003)، ص 97.

(5) bourse.trader-finance.fr/oat/; le 14/11/2013 à 21 :13

- وتختلف جودتها باختلاف الصحة المالية للشركات المصدرة، وتعتبر هذه السندات أكثر جاذبية من السندات الحكومية بسبب سعر الفائدة المرتفع، ويرجع ذلك إلى لارتفاع الأخطار المتعلقة بها(1).
2. حسب معدلات الفائدة: وتختلف السندات حسب نوعية معدل الفائدة فهناك **سندات بمعدل فائدة ثابت**، **سندات بمعدل فائدة عائم** ويرتبط ذلك بسعر السوق في المدى القصير مثل معدل LIBOR و EURIBOR، **سندات ذات صفر كوبون**، و**سندات المرتبطة بالتضخم** وهذه الأخير كانت فرنسا أول دولة تصدرها في منطقة اليورو سنة 1998، وهي سندات محمية ضد التضخم وتصدر من طرف الحكومات، ويتم فيها تعديل أصل الدين ومعدل الفائدة على مر الزمن لمواكبة التضخم، والذي يحمي القدرة الشرائية لحاملها(2).
3. سندات قابلة للتحويل: وهي سندات يمكن تحويلها في أي لحظة مقابل الأسهم بناء على طلب حاملها، وهذا الإصدار هادف في النهاية إلى زيادة رأس المال.

ثالثا. حقوق شراء الأسهم وحقوق الاكتتاب: حقوق شراء الأسهم هي شهادات تخول حاملها شراء عدد من الأسهم بسعر محدد (سعر التنفيذ) قبل تاريخ معين، وهي أوراق مالية قابلة للتداول ويمكن أن يمارس هذا الحق من تاريخ صدوره إلى تاريخ الاستحقاق (بين 3 و 5 سنوات). أما حقوق الاكتتاب فهي تخول حاملها الاكتتاب في أسهم جديدة بما يتناسب مع الأسهم التي يملكها وذلك لزيادة رأس ماله، وهذا الحق يوفر فرصة للمساهمين الحاليين للحفاظ على نفس النسبة المئوية من السيطرة(3).

رابعا. صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs/Exchange Traded Funds):

تعرف صناديق الاستثمار المتداولة على أنها صناديق استثمار مصممة خصيصا لمتابعة مؤشر ما أو قطاع معين بحيث تكون كل وثيق عبارة عن سلة تحتوي على مجموعة من الأوراق المالية المتداولة في بورصة ما على أن تكون هذه الشهادات قابلة للتداول في البورصة بنفس طريقة الأسهم العادية (4). وتتميز بشكل رئيسي بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائما حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات. بالتالي يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها، ويتم شراء وبيع هذه الوحدات عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول. كما تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بوجود صانع سوق يعمل على

(1) محمد ابراهيم بديوي ، مرجع سابق، ص 24.

(2) boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/obligations/les-differents-types-d-obligations; le 14/11/2013 à 21 :13

(3) **Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris**, Avril 2011, Op. Cit, p 16.

(4) أحمد النجار، ورقة تعريفية عن الصناديق المتداولة، تقرير مقدم من Premiere Securities، ص 1، على الموقع: premiere-securities.com/editor_images/etfs%20NEW.pdf; le 23/11/2013 à 20 :30

- محاكاة أداءها لأداء المؤشرات التي تتبعها هذه الصناديق وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات (1).
- ولقد أطلقت هذه الأداة في جانفي 2001 من قبل يورونكست باريس بشكل مستمر في السوق الفورية وذلك لتقليل من خطر خسارة رأس المال، كما اعترفت بها NYSE Euronext في أكتوبر 2010، ولديها أكثر من 300 مؤشر لمختلف الأصول التي تحويها هذه الأداة، والتي تمثل مجموعة واسعة من الاستراتيجيات. ويتم تصنيفها في بورصة باريس إلى خمس فئات واسعة:
- ETF لمؤشرات الأسهم: وتصنف وفقا لمناطق جغرافية، الحجم، الأسلوب، الإستراتيجية والقطاعات.
 - ETF للمؤشرات السندات
 - ETF للعملات
 - ETF لمؤشرات المواد الخام: وذلك لتقييم أداء مختلف المواد الخام الأساسية المتاحة مثل المعادن، والطاقة، والمنتجات الزراعية أو الثروة الحيوانية.
 - ETF للأصول المتعددة: وهي لتقييم أداء سلة من الأدوات التي يمكن أن تكون الأسهم والسلع والسندات (2).

خامسا. الكفالات / Les warrants / الشهادات Les certificats: الشهادات والكفالات هي أدوات مالية يتم إصدارها من قبل المؤسسات المصرفية وهي قابلة للتداول في البورصة مثل الأسهم إلا أنها تتداول على مستوى NextWarrants وهي إحدى الفروع المتخصصة باليورونكست باريس (تم إنشاء الكفالات في عام 2002، في حين وجود الشهادات منذ عام 1989)، لشراء أو بيع هذا النوع من المنتجات، نضع ببساطة طلبية الشراء للوسيط المالي الذي يقوم بإحالتها إلى أوامر السوق.

الكفالات (Les warrants) هي أدوات مالية صادرة عن البنوك والمتداولة في البورصة، وهي متشابهة إلى حد كبير عقود الخيارات القابلة للتداول فهي تعطي لصاحبها الحق وليس التزام، بشراء (warrant call) أو بيع (warrant put) أحد الأصول الأساسية (والتي قد تكون على سبيل المثال مؤشرات، أسهم، عملات، مواد الخام، الخ...) بسعر يحدد مقدما، أو قبل تاريخ معين (وتكون مدة صلاحيتها من 1-8 سنوات). وبعد ذلك التاريخ يزول هذا الحق. ويدفع مستثمر علاوة والتي هي في

(1) محمد رمضان، الفرق بين المضاربة والتلاعب ودور الصناديق المتداولة، سبتمبر 2012، تقرير Senyar Capital، ص 7، على الموقع:

content.argaam.com.s3-external-3.amazonaws.com/368c66ad-ff11-4461-8c44-867e21c11a91.pdf ; le 23/11/2013 à 20 :44

(2) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Avril 2011, Op. Cit, p 16.

أغلب الحالات أقل بكثير من سعر الأصل الأساسي (1). وهناك عدة اختلافات بين عقود الخيارات والكفالات (2):

1. الكفالات هي أوراق مالية والخيارات هي عبارة عن عقود : الكفالات الأدوات المالية تصدرها المؤسسات المصرفية في حين الخيارات هي عقود بين الأطراف المقابلة في إطار تعاقد يحدد الالتزامات الأطراف.
 2. تحديد خصائص المنتجات المالية: العقود الخيارات المتداولة خارج البورصة هي عقود غير موحدة ومميزاتها متخصصة حسب رغبة الأطراف . أما عقود الخيار المتداولة في الأسواق المنظمة هي عقود موحدة، وهو ما يعني أن الخيارات كلها تم إصدارها لتلبية مواصفات مدة وحجم العقد، وسعر الممارسة ونوع الأصل. أما الكفالات فهي لا تحتاج لتتوافق مع معايير تاريخ الاستحقاق، وسعر ممارسة أو سعر التعادل. فالبنوك تصدر هذه الكفالات لميزات يريدونها، طالما هناك طلب كاف من المستثمرين. وبالتالي، يمكن للمرء العثور على أنواع مختلفة جدا من الكفالات، مع مجموعة واسعة من المدد، وكذا حسب أسعار الممارسة وأسعار الصرف.
 3. الخسارة محدودة للكفالات بالمبلغ المستثمر : لا يمكن بيع الكفالة إذا كانت بالفعل في محفظة (لا يمكن بيع كفالة غير مغطاة) وبالتالي فالحد الأقصى للخسارة المحتملة الناجمة عن الحركات الغير مواتية للأصل الأساسي يقتصر على المبلغ المستثمر في الكفالة. في حين يمكن بيع خيارات غير مغطاة، ففي حالة الحركات غير المواتية للأصول محل العقد، فإن الوسيط المالي يقوم بالدعوة إلى الهامش لتغطية الخسائر المحتملة. لأن المخاطر غير محدودة للخيارات البيع المكشوفة، ولا يوجد حد لكمية الهامش الذي يدفعه لتغطية الخسارة ويمكن أن يتخطى بكثير المبلغ المستثمر الأولي.
 4. الخيارات متاحة دائما : يمكنك إنشاء عدد غير محدود من العقود في كل سلسلة خيارات في حين يبلغ الكفالات المتاحة في سلسلة محدودة بالمبلغ الذي أصدره المصدر.
- أما الشهادات (les certificats) وهي أوراق مالية ذات خصائص قانونية وهي مثل السندات المعقدة وبذلك فهي واجبة وليست إختيارية، ويتم إصدارها من قبل المؤسسات المصرفية، وتحدد شروط وتاريخ السداد مسبقا عند إصدارها. وتستخدم الكفالات والشهادات للاستفادة من اتجاهات السوق المختلفة (ارتفاع وانخفاض، وتحقيق الاستقرار) أما تكاليف المعاملات فهي تعادل تكاليف شراء الأسهم الفرنسية(3). وأصولها الأساسية هي مختلف الأوراق المالية، السلع، العملات والمؤشرات... أما حاليا هناك 06 أصول رئيسية وهي(4):

(1) Jean-Marc Béguin, Arnaud Bernard, Op. Cit, p128.

(2) boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-warrants/les-warrants-compares-aux-options; le 14/11/2013 à 20 :09

(3) **Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris**, ((Banque Populaire Rives De Paris,Avril 2011), Op. Cit, p 17.

(4) boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-certificats/les-differents-types-de-certificats; le 16/11/2013 à 22 :31

- الأسهم الأوروبية والأسهم الدولية
- سلة من الأسهم الأوروبية
- مؤشرات القطاعية الوطنية والدولية
- العملات
- المواد الأولية
- سعر الفائدة

الهدف الأساسي للشهادات يكون في أغلب الأحيان التغطية (تغطية محفظة المستثمر ضد خطر الهبوط للأصل) وليس فقط استثمار، كونها عبارة عن شهادة تؤهل حاملها للعب سيناريوهات مختلفة في البورصة لأنواع مختلفة من الأصول الأساسية. وهناك الآلاف من هذه الشهادات في سوق الرأس المالي الفرنسي، التي تضم خمس عائلات رئيسية هي(1):

1. شهادات BULL: وهي شهادة تمثل سيناريوهات ارتفاع الأصول الأساسية، والمبلغ الذي يدفع عند الاستحقاق يرتفع عندما ترتفع قيمة الأصول الكامنة داخل الشهادات.
2. شهادات BEAR: وهي شهادة تمثل سيناريوهات انخفاض الأصول الأساسية، والمبلغ الذي يدفع عند الاستحقاق يرتفع عندما تنخفض قيمة الأصول الكامنة، وهذه الشهادات عادة ما يكون لها خاصية أخرى وهي "مستوى الإلغاء"، وذلك عندما يرتفع سعر الأصل مستوى معين يتم إلغاء نشاط الشهادة (تحدد مقدما الخسارة القصوى للمستثمر).
3. شهادات CAPPÉS: وهي شهادة تمثل سيناريوهات ارتفاع الأصول الأساسية التي تؤدي لزيادة في قيمة الشهادة، إلا أنها تتميز بكونها لديها مستويين حد أدنى وحد أعلى.
4. شهادات FLOORÉS: وهي شهادة تمثل سيناريوهات الانخفاض الأصول الأساسية والتي تؤدي إلى الزيادة في قيمة الشهادة. وهي الأخرى لديها حدين الأدنى والأعلى.
5. شهادات الخصم DISCOUNT: تشمل هذه الشهادة سيناريو استقرار الأصول الأساسية. واحدة من المزايا الرئيسية للكفالات والشهادات هي استفادة حاملها من وجود رافعة مالية عالية، للحصول على الكفالة أو الشهادة، ببساطة يجب دفع المبلغ المدرجة في السوق والذي هو أقل من ذلك بكثير من الأصل الأساسي، والحد الأقصى للخسارة التي يتكبدها حاملها يقتصر على قسط التأمين المدفوع(2).

سادسا. المنتجات المشتقة: تتمتع السوق الفرنسي بمجموعة واسعة من مختلف العقود المشتقة من المستقبلات والخيارات لمختلف الأصول، وسيتم التركيز عليها في المبحث التالي.

الفرع الثالث: مؤشرات سوق رأس المال الفرنسي

(1) trading-school.eu/glossaire-bourse/fiche-Certificats-101; le 16/11/2013 à 00:08

(2) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Avril 2011, Op. Cit, p 17.

تقيس المؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، ومقارنة النتائج مع الأسواق المالية الأخرى. وتستخدم كمرجع قياسي لقياس أداء البورصات للمستثمرين و مديري المحافظ، وذلك على أساس متوسط أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين. وهذه المؤشرات تتغير طوال اليوم ما دام هناك عمليات بيع وشراء طوال اليوم، وفي هذه الحالة فإن آخر الأسعار التي تصل إليها الأسهم تسمى بسعر الإقفال، وهي الأسعار المعتمدة في الدراسة بسبب تضمنها جميع التغيرات اليومية للأسعار(1). وتملك NYSE Euronext محفظة عالمية تضم أكثر من 300 مؤشر، أما اليورونكست باريس فهي تقدم مجموعة كاملة من المؤشرات التي صممت خصيصا لكل شريحة في البورصة ومن أهمها سنيبينه من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (21): يوضح أهم المؤشرات ببورصة باريس

المؤشرات	تعريفها ومميزاتها
CAC 40	تم إطلاقه في 01 جانفي 1988 كمؤشر رئيسي لبورصة باريس والمحددة بقيمة 1000 نقطة، يتم حساب مؤشر CAC 40 من عينة من 40 شركة مدرجة في السوق الرئيسي على أساس الرسملة وحجم التداول أو ما يطلق عليها بـ " Blue Chips". ويتم اختيار القيم من قبل المجلس العلمي، الذي يجتمع مرة كل ثلاثة أشهر. ويتم احتساب هذا المؤشر كل 15 ثانية، وعادة ما بين 9 صباحا و 17:30 مساء وتعتبر من أكثر المؤشرات محل التعاقد للعقود المستقبلية والخيارات.
SBF 120	يتألف من 120 قيمة الأولى من حيث السيولة والرسملة، ويشمل بذلك مؤشر CAC40 زائد 80 قيمة وبشكل مستمر (2). ومع إعادة تشكيل المؤشرات في مارس 2011 أصبح يشمل: CAC Large 60 + CAC Mid 60.
CAC All-Tradable	وهو مؤشر يحل محل SBF 250 وهي تشمل الآن كل القيم التي تجاوزت نسبة مبيعاتها السنوية 20%.
CAC Next 20	وهي تشمل 20 سهما الأكثر تمثيلا (من حيث القيمة السوقية والسيولة) بعد 40 سهما في مؤشر CAC 40 وبالتالي فإن قيم CAC Next 20 هي قيم الشركات المتنافسة لدخول مؤشر CAC 40.
CAC Large 60	وهو مؤشر جديد، وعرض في مارس 2011، ويشمل أسهم مؤشرات كل من CAC 40 و CAC Next 20.

(1) غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، (العدد 2: 2012، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)، ص 128.
 (2) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 179.

بدأ العمل به منذ 21 مارس 2011 بعدما كان CAC Mid 100، وهو يتألف من 60 سهم لأهم الشركات متوسطة الرسملة.	CAC Mid 60
وهو مؤشر لمجموعة من أسهم ل جميع شركات الصغيرة التي لا تنتمي لمؤشرات CAC Large 60 و CAC Mid 60. وقد عوض بدلا من CAC Small 9.	CAC Small
هو الآخر قد غير في 2011 بدلا من CAC Mid & Small 190، وهو يجمع بين المؤشرين CAC Mid 60 و CAC Small.	CAC Mid & Small
وهي تشمل جميع أسهم الشركات المدرجة في بورصة باريس وهي تجسد حالة السوق للدولة ككل(1).	CAC All Shares

Source: - Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 179.

- Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Avril 2011, Op. Cit, p 12

(1) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Avril 2011, Op. Cit, p 12

المبحث الثاني: تنظيم سوق المشتقات الفرنسي (NYSE LIFFE DE PARIS) والأدوات المتداولة بها

تشمل سوق المشتقات NYSE LIFFE اليوم ستة مراكز مالية : أمستردام، بروكسل، لشبونة، لندن، نيويورك و باريس ، وتعتبر ثاني أكبر سوق للمشتقات في العالم. ويعتبر كل فرع من مجموعة NYSE LIFFE كسوق منظم لديه تسمية مستقلة وتكون تحت رعاية سلطات السوق المحلية: FSA في لندن، AFM في أمستردام، CBF في بروكسل، CMVM في لشبونة و AMF في باريس. وتقدم لعملائها أكبر وأحدث منصة لتداول المشتقات في العالم من الناحية التكنولوجية المتقدمة، كما تقدم أوسع الخيارات من المنتجات المشتقة وذلك من خلال منصة تداول إلكترونية موحدة بين جميع الأسواق (1). تشكلت LIFFE (the London International Financial Futures Exchange) في لندن سنة 1982، وبعدها تم شراؤها من قبل اليورونكست في عام 2002، وتغيير اسمها إلى NYSE LIFFE بعد دمج اليورونكست مع بورصة نيويورك، كما تم توحيد وربط جميع أسواق المشتقات في فروع اليورونكست في سوق واحد وهي NYSE LIFFE. وتحويل مقاصة المشتقات المالية من LCH.Clearnet (*) إلى مقاصة خاصة بها وهي NYSE LIFFE Clearing خلال 2013.

وتتميز سوق NYSE LIFFE بخدمات كاملة من خلال منصة التداول الإلكترونية وتضم بنية النظام المفتوح الذي يسمح للمستخدمين بالوصول إليها، وذلك من خلال تطبيقات، وهي عبارة عن شاشات تداول شخصية التي توصل المستخدم إلى السوق، وتم تصميمها خصيصا للتعامل مع التدفقات الكبيرة للأوامر وحجم المعاملات. ويتم تطابق الأوامر على أساس السعر/الوقت أو على أساس تناسبي، كما يتم إخطار المستخدمين وباستمرار بجميع الأوامر النشطة في دفتر الأوامر المركزي، مما جعل السوق أكثر عمقا وسهل الوصول إليه (2). ومع دمج سوقي المشتقات الفرنسي (MATIF، Monep) مع NYSE LIFFE وأصبح السوق الفرنسي للمشتقات تحت إدارتها.

(1) **Les contrats à terme: mode d'emploi**, (Entreprise NYSE Euronext, 2012), p 10, sur le site : boursedirect.fr/streaming/pdf/Contrats_terme_mode_emploi.pdf; le 29/11/2013 à 20:33

(*) **LCH.Clearnet** : (London Clearing House) وهي أكبر غرفة مقاصة في أوروبا وتملكها بورصة لندن، أما LCH.Clearnet تشكلت من اندماج عام 2003 بين Clearnet التابعة لليورونكست باريس و LCH، والمنتجات التي تقوم بتصفيتها أسواق الأسهم، والمشتقات المتداولة في البورصة، أسواق مبادلة أسعار الفائدة، أسواق السندات بالجنبيه الإسترليني أو بالأورو...

(2) **Annual Report Pursuant To Section 13 or 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934 For the fiscal year ended December 31, 2010**, (Securities and Exchange Commission, Washington, 28 Avril 2011), p2

المطلب الأول: تنظيم سوق المشتقات المالية الفرنسية

وفي هذا المطلب سنوضح كيفية تنظيم سوق المشتقات الفرنسي وذلك من خلال التطرق إلى منظميها والجهات المختصة وتنظيمها وتسييرها.

الفرع الأول. منظمي السوق الفرنسي للمشتقات

تخضع الأسواق المشتقة الفرنسية لتنظيم صارم، وذلك من خلال عدة أجهزة: وتنقسم إلى الهيئات الوصية وهيئات تنظيمية مسؤولة عن تنظيم السوق.

I. الهيئات الوصية: وتمثل هذه الهيئات فيما يلي:

1. الوزارة المالية: وتمارس سلطتها من خلال عدة مهام أهمها:

- الاعتراف للأسواق المنظمة الفرنسية؛
- تعيين أعضاء AMF بعد التشاور مع الهيئات المسيرة؛
- تعيين مفوض الحكومة في مجلس AMF
- مسؤولية أيضا على الموافقة على اللائحة العامة لـ AMF والتي تطبق على جميع الأسواق المالية الفرنسية.

2. البنك الفرنسي: وهي كجزء من السلطات الوصية على الأسواق المشتقة لها مهام محددة ومن بينها:

- مختصة في إعطاء رأيها والموافقة على اللوائح العامة لهيئة السوق المالي والتي تنظم السوق؛
- يعين البنك الفرنسي ممثلا لها في مجلس هيئة السوق المالية ويشارك بصفة مراقب على تنظيم إدارة السوق؛
- كما يعين ممثلا لحضور مداورات لـ AMF بدون تصويت(1).

3. هيئة السوق المالية (AMF): سابقا كانت تخضع الأسواق الرسمية الفرنسية من حيث الاختصاص

القانوني والقضائي للعديد من السلطات والهيئات القانونية. فقد كان سوق MATIF يخضع للمجلس السوق الآجلة (CMT) Le Conseil du marché à terme بينما تخضع سوق الخيارات القابلة للتفاوض بباريس Monep لهيئة مجلس بورصات الأوراق المالية Le Conseil des bourses de valeurs (CBV). وتلعب لجنة عمليات البورصة (COB) Commission des operations de bourse دورا مهما في توجيه المشورة بالنسبة للمنتجات التي يسمح التعامل بها في سوق المشتقات، واعتماد المعلومات التي يتم إرسالها للمستثمرين الغير مختصين والذين يدخلون للسوقين الرسميين (2). أما الآن وبعد اندماج المؤسسات السابقة CMT، CBV و COB لتتشأ هيئة السوق المالية (AMF) التي أصبحت تقوم بجميع

(1) Note d'information: Les instruments financiers a terme du MONEP, (Entreprise COB, 14 Juillet 2000), p 12.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 126، 127.

الأعمال التي كانت تقوم بها المؤسسات السابقة . فهي الآن المسؤولة عن الموافقة على أنظمة ولوائح السوق، كما تقوم بضمان حماية المدخرات المستثمرة في المنتجات المالية وتوفير المعلومات اللازمة للمستثمرين، والسيطرة على أصحاب المصلحة وممارسة الصلاحيات التأديبية.

II. الهيئات المسيرة:

MATIF و MONEP سابقا كانا سوقين منفصلين ويسيرهما مؤسسة MATIF SA ومؤسسة MONEP SA على التوالي، وبعد اندماج السوق الفرنسي أصبحت تديرها NYSE Euronext.

1. مؤسسة NYSE LIFFE: مهمتها تنظيم عملية التداول في سوق المنتجات المشتقة أي أنها تقوم بالمطابقة بين العرض والطلب وتحديد الجدول الزمني وساعات التداول، كما أنها تضمن أيضا قواعد التي تتحكم في عمليات التداول. فقبل 2000 كانت تدار MATIF و MONEP من قبل بورصة باريس، وعند اندماج الأسواق البلجيكية والفرنسية والهولندية في سبتمبر 2000 ومع LIFFE سنة 2001 وإنشاء سوق موحد يورونكست والتي أصبحت فيما بعد NYSE Euronext، وهذه الأخيرة المسؤولة الآن عن إدارة جميع الأسواق بما في ذلك أسواق العقود المشتقة ومن بينها MATIF و MONEP. كما يتم تداول مشتقات اليورونكست باريس على منصة التعاملات الإلكترونية تدعى LIFFE CONNECT(1).

2. غرفة المقاصة NYSE LIFFE.Clearing SA: سابقا كانت تتم عمليات المقاصة من خلال Clearnet SA وهي تابعة لليورونكست باريس ولكنها اندمجت سنة 2003 مع LCH London Clearing House وهي أكبر غرفة مقاصة في أوروبا وتملكها بورصة لندن، وفيما بعد أصبحت أنشأت مقاصة خاصة بها NYSE LIFFE.Clearing وبالتحديد نهاية شهر جوان 2013. فهي التي تخول للأعضاء للوصول إلى البورصة وتضمن نجاح عمليات التداول، ومن بين وظائفها(2):

- تضع القواعد المنظمة لغرفة المقاصة؛
- تعترف بأعضاء السوق أي أنها تقوم بترخيصهم لدخول السوق؛
- الدخول كطرف وسيط في كل معاملة؛
- تضمن نجاح انجاز معاملات؛
- تقوم بحساب طلبات اليومية للهامش؛
- تنظيم التسليم في تواريخ استحقاق العقود....

الفرع الثاني: تنظيم وتسيير سوق MATIF و Monep الفرنسيين

يتم تنظيم سيولة السوق عن طريق ترميط العقود المتداولة بها وكذا كيفية ضمان تداول هذه العقود.

I. ترميط العقود: وهي أول طريقة لتعزيز سيولة السوق وذلك بترميم العقود ومواعيد الاستحقاق، فللعقود المستقبلية أو الخيارات ما هي إلا أداة لمستخدميها، والمبررات الاقتصادية لهذه الأسواق تكمن في

(1) www.boursedeparis.fr; le 01/01/2014 à 20:57

(2) Note d'information: Les instruments financiers a terme du MONEP, Op. Cit, p 13.

إدخال فرص جديدة للتحوط من المخاطر. أما فيما يتعلق بتواريخ استحقاق العقود من الأفضل عدم التنويع فيها، وعن تجربة أمريكية تبين أن التواريخ الأكثر عملاً عادة ما تكون الأقرب. فأغلب عقود MATIF و Monep تستخدم على أربع تواريخ ربع سنوية ومقومة كالاتي: مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر. ولكن التتميط غير كافي لضمان سيولة السوق لذا يجب ضمان تداول تلك العقود.

II. كيفية ضمان تداول العقود: مشتري العقود يأخذ التزاماً لا رجعة فيه بتلقي الأصول عند تاريخ

استحقاق العقد، في المقابل دفع الثمن المتفق عليه، والبائع بدوره يوافق على التسليم عند استلام الثمن المذكور. فكل من المشتري والبائع ملزمان قانوناً، ولكن من الصعب تخيل تداول العقد دون أن يتم سيطرته من قبل طرف ثالث، فينجم عن ذلك العقد مخاطر متعددة لكلا المتعاقدين. إذن كيف يتم تنظيم السوق الثانوية للعقود للسيطرة على مثل هذا الخطر؟ والحل هو إدراج طرف ثالث يوافق على تولي جميع مخاطر الطرف المقابل من السوق وهنا تكون مهمة غرفة المقاصة بإجبار الطرفين على الوفاء بالتزاماتها، وإجبار الطرفين بوضع هامش معين لدى غرفة المقاصة وهذا ما يطلق عليه بنظام طلبات الهامش (système d'appel de marge) (1). ويعتبر كوسيط بينهما ولا تكون هناك علاقة مباشرة بينهما فالمقاصة نقف بين طرفي العقد، ليبدو وكأنه بائع بالنسبة للمشتري، وكمشتري بالنسبة للبائع، ومن ثم تصبح العلاقة بين طرفي العقد علاقة غير شخصية. وعلى هذا النحو يجعل غرفة المقاصة ضامناً للمشتري في مواجهة البائع، وضامنة للبائع في مواجهة المشتري وهذا هو السبيل لمواجهة مخاطر عدم وفاء أحد الطرفين بالتزاماته تجاه الطرف الآخر. وتضمن المقاصة تنفيذ العقود من خلال الأدوات التالية:

1. ودائع الضمان Dépôt de garantie: وهي وديعة لكل عضو حيث أن كل مشتري أو بائع

يجب أن يضع وديعة لدى غرفة المقاصة قبل اتخاذ موقف في السوق (أي قبل أي تداول)، وتكون الودائع على شكل أصول غير نقدية، مثل سندات الدين أو أوراق مالية... وتقدر القيمة السوقية للأصول يومياً أو صافي قيمة الأصول عن طريق المسح تبعاً لتطورات السوق، ويتم بذلك تعيين معدل التغير ويعلم به العميل بوضعه بحسابه الخاص. فقد كان في 25 جويلية 2012 قيمة الودائع للعقود المستقبلية على مؤشر CAC 40 تقدر بـ 2500 €. وإذا كان هذا الإيداع غير كاف فيما يتعلق بإحدى جلسات البورصة، فإنه يتوجب على الزبون أن يغذي حسابه قبل بدء الجلسة التالية.

2. حساب حدود على تقلبات الأسعار: يتم حساب الحد اليومي بعد كل يوم تداول من خلال جلسة في وقت متأخر من قبل NYSE LIFFE.Clearing فإذا كان هذا الإيداع السابق غير كاف فإنه يتوجب على الزبون أن يغذي حسابه قبل بدء الجلسة التالية، وهذا ما يعرف بطلبات الهامش (الفرق بين تداولين متعاقبين هو ما يحدد طلب الهامش).

(1) Jean François, Jean Paul Guillou, Le matif pratique d'un marché à terme, (DALLOZ, 3^{eme} edition, Paris, 1995), p5, p7

3. طلبات الهامش Les'appel de marge: بعد كل يوم إغلاق السوق، واستقرار مواقف

المستثمرين على أساس سعر التسوية، نقوم المقاصة بحساب الخسائر المحتملة أو المكاسب التي تحققت خلال النهار على شكل طلب الهامش وتكون:

- في يوم فتح المركز: يكون الفرق بين سعر التسوية لذلك اليوم وبين السعر الذي جرى التعامل به في ذات اليوم؛
- في الأيام التالية: يكون الفرق بين سعر التسوية في اليوم وسعر التسوية في اليوم السابق؛
- في يوم إغلاق المركز: يكون الفرق بين السعر الذي جرت المعاملة به اليوم وسعر التسوية اليوم السابق.

إذا لم يكن لدى العضو حساب أموال كافية لتلبية طلبات الهامش، يحق الوسيط دفع كل أو جزء واستخدام الودائع لتعيين طلبات الهامش. (1)

III. تصريح العضوية في سوق MATIF و Monep: عضو تداول هو أي شخص تاجر أو صانع

السوق الذي يقوم بإصدار الأوامر في السوق. ويتم الترخيص للعضو عن طريق غرفة المقاصة، وتدعوهم بوضع هامش معين. إذ يتم تعيين المفاوض من قبل أحد المشاركين، بالاتفاق مع غرفة المقاصة يقوم بإصدار الأوامر نيابة عن الآخرين أو لحسابه الخاص. أما العميل فهو الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يلجأ إلى العضو من خلال عقد بينهما لتنفيذ أوامره (2). ويقبل الشخص كعضو في أسواق المشتقات الفرنسية بالاتفاق مع NYSE-LIFFE، وتتص هذه الاتفاقية على التزامات كل من العضو و NYSE-LIFFE وكذا على شروط تكاليف التعامل، ويتم ذلك عن طريق ملء الأوراق اللازمة لتقديم القبول لهذه الأسواق، وفيها شهادة الموافقة والبرنامج التفصيلي للأنشطة، ونظامها الأساسي و مختلف الأدوات المالية التي يرغب في التعامل بها... ومن أهم الأعضاء الذين يتعاملون في سوقي MATIF و Monep هم (3):

أ. المفاوضين في السلع NEM: هو كيان قانوني الذي ينفذ الأوامر نيابة عن الغير أو لحسابه الخاص.

ب. وسطاء المفاوضين NEC: وهو كيان قانوني الذي ينفذ الأوامر نيابة عن الغير وفقاً لمراكز وأوامر تلقاها للتداول في البورصة، ولا يمكنهم التسوية واتخاذ مواقف لحسابهم الخاص.

(1) **Les contrats à terme : mode d'emploi**, (Entreprise NYSE Euronext, 2012), p p [4-6]

(2) Francine Roure, Stratégies financières sur le MATIF et le MONEP, (ECONOMICA, Paris, 1992), pp 39, 40.

(3) Jean François, Jean Paul Guillou, Op. Cit, p19, p20

- ج. المفاوضون لحسابهم الخاص NCP: ويطلق عليهم المفاوضون لحسابهم الخاص على باركيه (Les Négociateurs Individuels de Parquet NIP) وهو المفاوض الذي يتعامل لحسابه الخاص فقط.
- د. الأعضاء المنتسبين لـ GLOBEX (*MAG): هو كيان قانوني منتسب في بورصات أخرى ومشارك في تحالف GLOBEX، وينفذ الأوامر نيابة عن الغير أو لحسابه الخاص، وهم تحت رعاية هيئة السوق المالية (AMF) بالاتفاق مع البورصة الأصلية المنتسب إليها.
- هـ. أعضاء المقاصة العامة ACG: لها نفس امتيازات الأعضاء المفاوضين إذ يمكنهم التفاوض والتسوية والتعويض (أو التقاص وهي عملية المحاسبة التي تقوم بحساب صافي الربح بين مراكز الشراء والبيع بتسديد المبالغ المستحقة نقداً أو تسليم الأوراق المالية للعملاء أو إرسالهم لغرفة المقاصة) لأوامرهم الخاصة أو لعملائهم، كما يمكنهم تعويض أوامر المفاوضين والسماسة.
- و. أعضاء المقاصة يعملون لحسابهم الخاص ACI: لهم نفس امتيازات أعضاء المقاصة العامة استثناء تنفيذ الأوامر والتعويض للمفاوضين والوسطاء، فهم يعملون لحسابهم الخاص فقط.
- IV. تسيير أوامر سوق MATIF و Monep**: يتم تداول المشتقات في السوق باستخدام نظام المطابقة المستمرة للأوامر لمركزين متعاكسين في دفتر الأوامر المركزي وفقاً لقواعد ذات الأولوية التي تحددها شركة اليورونكست أو حسب إجراءات التداول المعمول بها والتي تنص على الشروط التي تنطبق على كل أمر لكل نوع من الأدوات المشتقة. أما أنواع الأوامر فهي نفس الأوامر المعمول بها في سوق اليورونكست(1).
- ويمكن لمصدري الأوامر اختيار نوعين من الوسطاء لتنفيذ أمره في سوق المشتقات فإما الاتصال مباشرة بالعضو المشارك في السوق لتنفيذ هذا الأمر، أو إلى شخص متلقي الأوامر المؤهل (Prestataire Habilité) وهذا الأخير ليس عضو في السوق ولكنه شخص يقوم باستقبال الأوامر وإرسالها نيابة عنهم إلى أعضاء السوق لتنفيذها. ومتلقي الأوامر المؤهل هو كيان يمكن أن يكون شركات خدمات الاستثمار (شركة استثمار أو مؤسسة الائتمان) أو وكيلاً حصرياً يتصرف بالنيابة عن أو تحت مسؤولية مقدم الذي يعمل عنده. ويتم نقل أوامر العملاء إلى الوسيط أو العضو باستخدام عدة وسائل:
- فإما باستخدام برقية أو الفاكس أو البريد الإلكتروني؛

(*) GLOBEX: نظام التداول الإلكتروني للعقود المستقبلية وبدأت في الولايات المتحدة 25 جوان 1992، يمنح للأعضاء المشاركين بها التعامل في مختلف البورصات المشاركة في هذا التحالف والتي تتعامل بهذا النظام مثل بورصة شيكاغو و...MATIF

(1) Règles de Marché d'Euronext livre 1: Règles harmonisées, (Entreprise NYSE Euronext et NYSE LIFFE, 13 MAI 2011, Amsterdam) p 49.

- أو الانترنت أو غيرها من أنظمة التوجيه الإلكترونية المؤسسات التي تقدم هذه الخدمات لعملائها، وهذه الأنظمة متصلة بعضو السوق مباشرة، وتخضع هذه الأوامر لعامل التصفية التلقائي التي أنشأها أعضاء السوق؛
- أو باستخدام الهاتف مع الوسيط الذي يقوم بتأكيد خطي لهذا الأمر، فبعض الوسطاء يقومون بتسجيل الاتصالات الهاتفية، لتسهيل حل أي نزاعات(1).
- عندما يرسل العميل الأمر يجب أن يحتوي الأمر على عدد من المعلومات(2):
- نوع الأمر وفترة صلاحيتها؛
- نوع العقد الذي يريد التعامل به؛
- المركز (شراء أو بيع) ؛
- المبلغ أو شروط السعر؛
- نوع العملية: إما لحسابه الخاص أو لحساب غيره؛
- الكمية؛
- تاريخ الاستحقاق.

كما تقوم مؤسسة NYSE-LIFFE بالدعاية المباشرة والمستمرة لأفضل خمس صفقات وأفضل الطلبات الواردة، وتحديد الكمية والسعر المعروض وكذا الأسعار والكميات المسجلة لكل معاملة . كما أنه يرسل أيضا معلومات يومية عن الحجم التراكمي لمعاملات المراكز المفتوحة، ويتم تحديد الحساب عن طريق غرفة المقاصة. كما تقوم المؤسسة أيضا بإنهاء جلسات التداول والتفاوض وتقييده وإلغاء بعض المعاملات في سوق المشتقات الفرنسي من أجل الحفاظ على حسن سير العمل في السوق(3).

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق MATIF

السوق الفرنسي الدولي للعقود الآجلة Marché à terme international de France MATIF هي سوق للعقود المستقبلية والخيارات باستثناء الخيارات على الأوراق المالية ومؤشرات السوق. افتتح السوق الفرنسي الدولي للعقود الآجلة بباريس في 20 فيفري 1986 وأصبح سوقا فرنسيا دوليا وهي تحت سلطة وزارة الخزانة، وأنشأت خصيصا رغبة في التحوط ضد مخاطر السوق المتعددة، وتشرف عليها بنك فرنسا و هيئة السوق المالية (AMF) التي تراقب السوق وأعضائها. فقط كان يخضع سابقا لمجلس السوق الآجلة (CMT) والذي يتخذ قرارات لضمان حسن سير العمل في السوق ويحدد القواعد التي يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل الوزارة المالية أما الآن أصبحت تحت سلطة هيئة السوق المالية (AMF). كما يتم تفويض إدارة هذا السوق من قبل مجلس إدارة السوق الآجلة للشركة MATIF SA وهي المسؤولة عن تنظيم السوق والمقاصة ويضمن الأمن، ولكنها أصبحت مؤسسة NYSE-

(1) Note d'information: Les instruments financiers a terme du MONEP, Op. Cit, p 21.

(2) Règles de Marché d'Euronext livre 1: Règles harmonisées, Op. Cit, p35

(3) Ipid, p 49.

LIFFE المسؤولة عن تنظيمه. ويكون التداول في شكل مزادات ولكن تنفيذ هذا التداول إلكترونياً، وفي عملياتها يتم الرصد والمراقبة في ذات المكان من طرف NYSE-LIFFE وذلك لمراجعة جميع المشاركين للتحقق ما إذا تم احترام قواعدها، وتقييم المخاطر في السوق. ويتم تداول نوعين من العقود:

– العقود المستقبلية؛

– عقود الخيارات للأصول وخيارات العقود المستقبلية.

وتكون الاستجابة للدوافع مختلفة لمصدري الأوامر في سوق عقود المستقبلية MATIF بناء على

الاستراتيجيات الثلاث التالية:

– التغطية؛

– المضاربة؛

– التحكيم.

وتداول حالياً فئتين من المشتقات بموجب العقود المستقبلية والخيارات في سوق MATIF، بعدما

كان هناك ثلاث فئات وهي عقود ثلاث أصول:

– عقود على معدلات الفائدة؛

– عقود أسعار الصرف؛

– عقود على السلع.

فبعد اتحاد البورصات الأوروبية لم تعد عقود أسعار الصرف يتاجر بها في بورصة باريس، إلا أنها

تتداول في بورصة أمستردام.

الفرع الأول: عقود على معدلات الفائدة

كما يوحي اسمها، يستخدم هذا العقد للتحوط ضد تقلبات معدلات الفائدة، أو للمضاربة أو للتحكيم في

متوسط معدل الفائدة في السوق على المدى القصير والطويل، فسوق MATIF ومن أجل تكيف منتجاتها

للشروط الجديدة من المنافسة الأوروبية، قامت يورونكست باريس يوم 01 جانفي 1999 بتعويض الفرنك

الفرنسي باليورو في العقود القائمة على معدلات الفائدة، وتوسعت نطاق منتجاتها لتغطية المعدلات على

المدى الطويل جداً (30 سنة). وبالتالي، فبورصة باريس تقدم الآن تعاقدات للمستثمرين على معدلات

الفائدة تغطي جميع المدد من ثلاثة أشهر إلى ثلاثين سنة (1).

وهناك نوعين من العقود وهي العقود على معدلات الفائدة الطويلة ومتوسطة الأجل، والعقود على

معدلات الفائدة قصيرة الأجل.

1. العقود المستقبلية على معدلات الفائدة: ويتم تداول هذه العقود على المدى الطويل ومتوسط الأجل

من أهمها: عقود Euro Bond 30 سنة، عقود Euro notionnel 10 سنوات، عقود Euro 5

سنوات وسنتين. وعقود قصيرة الأجل وتتجلى في عقود Euribor لثلاثة أشهر. ومن أكثر العقود المتداول

(1) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 397.

في MATIF وأكثرها سيولة هي: عقود Euro notionnel وعقود Euribor. والجدول الموالي يوضح أهم خصائص هذه العقود.

الجدول رقم (22): يوضح خصائص العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة في MATIF

نوع العقد الخصائص	EuroBond 30 سنة	Euro notionnel	Euro 5 سنوات	Euro 2 سنوات	Euribor 3 أشهر
الأصل محل العقد	القروض الوهمية لدول الاتحاد النقدي الأوروبي والمقومة باليورو				
القيمة الاسمية	€100000				
الكوبون والمدة	5,5% 30 سنة	3,5% 10 سنة	3,5% 5 سنة	3,5% 2 سنة	03 أشهر
"Le Tick" الحد الأدنى للتغير بين سعرين متعاقبين	0,01% من القيمة الاسمية مع العلم أن نقطة واحدة تساوي €10				
وديعة الضمان	€2500	€1500	€1000	€500	€500
التباين الأقصى اليومي (±)	200 نقطة	135 نقطة	80 نقطة	40 نقطة	16 نقطة
تواريخ الاستحقاق (مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر)	(02) مرتين	03 مرات	(02) مرتين	من 2 إلى 3 مرات	22 تاريخ استحقاق
سعر التداول	كنسبة مئوية من القيمة الاسمية لقيمة القرض مقربة عشريا بمنزلتين				
تاريخ التسوية	يوم التداول الثاني قبل ثالث يوم الأربعاء من شهر التسليم على الساعة 11:00				
طريقة التسوية	تسلم الأوراق المالية التي اختارها البائع في الحقل على أساس التسوية النقدية				
المدة المتبقية للتسوية	من 25 إلى 35 سنة	من 8,5 إلى 10,5 سنة	من 4 إلى 5,5 سنة	من 1,5 إلى 2,5 سنة	/
الحد الأدنى	5 مليارات	6 مليارات €	5 مليارات €	5 مليارات €	/

				€	للأوراق المالية داخل الحقل
--	--	--	--	---	-------------------------------

Source: - Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 401, p 407.

- NYSE EURONEXT SA

أ. **العقود المستقبلية متوسطة وطويلة الأجل:** تقوم هذه العقود على قروض وهمية لها نفس الحساسية لتغيرات معدلات الفائدة للسندات في السوق الفوري، كما لها نفس خصائص القروض الصادرة من دول الاتحاد النقدي الأوروبي، وبمعدلات فائدة ثابتة تسدد عند الاستحقاق. وعند وصول تاريخ الاستحقاق وبما أن هذه العقود قائمة على سندات صورية وغير موجود في الحقيقة فإنه يتم تعيين سندات مشابهة أو مرادفة، يتم اختيارها من قائمة السندات الحكومية التي تصدرها غرفة المقاصة، وهذه السندات المرادفة تشكل الحقل. في البداية كانت تتألف من السندات الحكومية الفرنسية، أما الآن فهي مقومة باليورو فقد قامت اليورونكست بتوسيع إصدار السندات إلى سندات دول الاتحاد النقدي الأوروبي.

ب. **العقود المستقبلية قصيرة الأجل (عقود Euribor ثلاثة أشهر):** وهو معدل الفائدة السائدة بين البنوك الأوروبية، تم إطلاقه في 15 سبتمبر 1998 بدلا من Pibor وهو سعر الفائدة السائد بين البنوك الفرنسية. وهي معدلات الفائدة قصيرة الأجل في 3 أشهر والعقود المستقبلية الناتج عنها هو عقد مستقبلي على Euribor ، ويتم تطبيقها على مبلغ 1.000.000 يورو على مدى فترة 90 يوما، أو ربع السنة. لها 22 تاريخ للاستحقاق: شهرين متتاليين خلال تسعة أشهر لا تتزامن وتواريخ 20 الاستحقاق لدورات مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر(1).

2. عقود الخيارات على معدلات الفائدة:

أدخل لأول مرة في سوق MATIF في 14 جانفي 1988 وكان أول عقد هو عقد الخيار على القرض الوهمي notionnel، أما هنا فلا داعي لإيداع هامش الضمان مثل العقود المستقبلية لأن العقود الأخير تحتوي على تسوية يومية للهامش سواء إن كانت ايجابية أو سلبية حسب حالات السوق، بل يتعين على مشتري الخيار دفع ثمن الخيار نقدا للغرفة المقاصة (2). ويتم التداول فيها 3 أنواع من عقود الخيار على معدلات الفائدة وهي: عقود الخيار Euro notionnel لـ 10 سنوات، و الخيارات على Euro لـ 5 سنوات، والخيارات على Euribor لـ 3 أشهر. والجدول الموالي يوضح أهم الخصائص لهذه الخيارات.

الجدول رقم (23): يوضح خصائص عقود الخيار لمعدلات الفائدة في MATIF

Euribor 3 أشهر	Euro 5 سنوات	Euro notionnel	نوع العقد الخصائص
-------------------	-----------------	----------------	----------------------

(1) Jérôme Coffinet, **La prévision des taux d'intérêt à partir de contrats futures : l'apport de variables économiques et financières**, (Banque de France, Janvier 2008), p 6.

(2) globalderivatives.nyx.com/fr/products/stirs-options/I-DLON/contract-specification; le 08/02/2014 à 21:33.

الأصل محل العقد	قرض وهمي Euro لـ 10 سنوات	قرض وهمي Euro لـ 5 سنوات	معدل الفائدة Euribor لـ 3 أشهر
القيمة الاسمية	€100000	€1000000	
نوع العقد	عقد أمريكي		
Le Tick	0,01% من القيمة الاسمية (نقطة واحدة تساوي €10)		0,005% (€12,5)
تواريخ الاستحقاق	تاريخين شهريا و03 تواريخ فصلية	تاريخين شهريا تاريخين فصليين	22 تاريخ استحقاق
سعر التداول	كنسبة مئوية من القيمة الاسمية لقيمة القرض مقربة عشريا بمنزلتين		
يوم التصفية	قبل 06 أيام من اليوم الأول لشهر استحقاق عقد الخيار	الجمعة الأخيرة قبل شهر الاستحقاق على الساعة 16:30	ثاني يوم التداول قبل ثالث أربعاء من الشهر
التصفية	تتم تصفية الخيار تصفية نقدية تلقائية ما لم يطلب العكس. وبالطبع يؤخذ سعر ممارسة العقود المستقبلية كمرجع لسعر ممارسة الخيار.		
	إذا تمت ممارسة الخيار يتم تسليم العقد المستقبلي على Euribor.		

Source: - Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 404, p 408.
- NYSE EURONEXT SA

الفرع الثاني: عقود على السلع

في 1988، بدأت MATIF بالعقود المستقبلية على السكر الأبيض، القهوة والكاكاو والبطاطا. أما سنة 1994 ركزت MATIF تداولاتها على العقود المشتقة للمنتجات الزراعية المهمة في الاتحاد الأوروبي، وكانت أولى العقود هي العقود المستقبلية لمنسوج بذور اللفت. وتتطلب عقود السلع على أهم نقطتين:

- التعريف الدقيق لكمية ونوعية السلع التي يتم تسليمها
- تحديد واضح لطريقة تسليمها.

وتتم عملية التسليم الفعلي للبضائع في غضون 15 يوما بعد تاريخ الاستحقاق (1)، وتتلخص الخصائص الرئيسية للعقود المستقبلية للسلع في الجدول رقم (24).

الجدول رقم (24): يوضح خصائص لأهم العقود المستقبلية للسلع في MATIF

(1) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 410.

نوع العقد		الخصائص	
عقد مستقبلي على بذور اللفت	عقد مستقبلي على القمح المطحون	عقد مستقبلي على الذرة	الأصل محل العقد
50 طن			حجم التداول
€0,25 للطن أي €12,5 لكل عقد			Le Tick
€125	€150	€400	وديعة الضمان
€2 للطن	€2,5 للطن	€6 للطن	التباين الأقصى اليومي (±)
07 تواريخ من جانفي، مارس، جوان، أوت، ونوفمبر		10 تواريخ متعاقبة من فيفري، ماي، أوت، ونوفمبر	
18:30 - 10:45			ساعات التداول
05 في شهر الاستحقاق أو يوم التداول الذي قبله	10 في شهر الاستحقاق أو يوم التداول الذي بعده	اليوم الأخير من أيام التداول من الشهر قبل شهر التسليم	يوم التصفية

Source: - NYSE EURONEXT SA

- Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 412.

أما عقود الخيارات على السلع فهي عبارة عن عقود من النوع الأمريكي وسعرها يكون قريب من سعر العقد المستقبلي محل العقد كحد أدنى، وتتم تصفيته تصفية نقدية تلقائية في أي وقت خلال فترة العقد كونه عقد أمريكي وتعني التسليم هنا بيع وشراء العقد المستقبلي محل عقد الخيار.

الجدول رقم (25): يوضح خصائص لأهم عقود خيارات السلع في MATIF

نوع العقد		الخصائص	
عقد الخيار على القمح المطحون	عقد الخيار على الذرة	عقد الخيار على بذور اللفت	الأصل محل العقد
عقد مستقبلي على القمح المطحون			عقد مستقبلي على بذور اللفت
عقد أمريكي			نوع العقد
عقد مستقبلي واحد			حجم التداول
€0,1 للطن (€5 لكل عقد)			Le Tick
€01 للطن	€2,5 للطن	الفرق بين سعري الممارسة (سعر ممارسة الخيار والعقد المستقبلي محل العقد)	
07 تواريخ من جانفي، مارس، جوان، أوت، ونوفمبر	10 تواريخ متعاقبة من فيفري، ماي، أوت، ونوفمبر		

ساعات التداول	18:30 - 10:45
يوم التصفية	15 في الشهر قبل شهر الاستحقاق العقد
التسوية	عند تاريخ الاستحقاق تكون الممارسة النقدية تلقائية على أساس سعر تسوية العقد المستقبلي محل العقد

Source: NYSE EURONEXT SA

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق MONEP

إحدى الابتكارات المالية بالغة الأهمية والتي شاعت شهرتها خلال العقود الأخيرة، تمحورت حول تطوير أسواق الخيارات المتداولة على الأسهم. فبتاريخ 26 أبريل 1973، أدخلت بورصة شيكاغو للخيارات CBOC تسعير أول الخيارات على الأسهم، ولقد لاقى هذا الأخير نجاحا باهرا. أما في فرنسا تم افتتاح سوق الخيارات القابلة للتفاوض بباريس négociables de Marché des options Monep Paris بتاريخ 10 سبتمبر 1987 بخيارات على ثلاث أسهم، وفي 1995 وصل عددها أنواعها لـ 46 سهم. أما العقود التي تم تداولها فهي تناهز ثلاث ملايين عقد. وتم وضعها تحت سلطة هيئة السوق المالية (AMF) ومؤسسة MONEP SA وأصبحت الآن تابعة لمؤسسة NYSE LIFFE PARIS، والتي لازالت متخصصة في عقود الخيار والمستقبلية للأوراق المالية والمؤشرات، وهي الأدوات التي لا يجري التعامل عليها في سوق MATIF. وبأت نشاطها بالسماح لمديري المحافظ، مهما كانت طبيعتها (المؤسسية المستثمرين، وتجارة التجزئة...) بالتحوط ضد ارتفاع أو انخفاض محافظهم، لذلك أنشأت سوق Monep للتحوط من عدة لمخاطر أهمها:

- مخاطر الطرف المقابل؛

- مخاطر تغير معدلات الفائدة قصيرة وطويلة الأجل؛

- مخاطر أسعار الأسهم(1).

ويمكننا تلخيص مختلف تطورات نشأة سوق Monep في النقاط التالية(2):

- 10 سبتمبر 1987: فتح سوق MONEP بثلاث (03) خيارات على أسهم: Lafarge، Peugeot و Paribas وفي الفاتح من أكتوبر 1987 أصبح هناك عقود 11 سهم؛
- 09 نوفمبر 1988: فتح تداول الخيار على CAC40 للمدى القصير؛
- 17 أكتوبر 1991: فتح تداول عقود الخيار CAC40؛

(1) Sophie Coutant, **CONTENU EN INFORMATION DANS LES PRIX D'OPTIONS: SOUS-JACENT ET APPLICATIONS**, (Thèse pour l'obtention du titre de docteur en gestion, Mai 2001, Université de Paris IX Dauphine), p 26.

(2) **MONEP& Options négociables sur actions et indices boursiers**, sur site: search-document.com/doc/1/3/option-monep; le 09/01/2014 à 20:29

- نوفمبر - ديسمبر 1995: التداول الالكتروني لجميع عقود خيارات الأسهم المتداولة؛
- أكتوبر 1996: افتتاح تداول الخيارات طويلة الأجل على أسهم؛
- 10 جويلية 1997: قبول تداول العقود المستقبلية لـ CAC40 في MONEP؛
- 17 سبتمبر 1997: الإعلان عن اتفاق التعاون بين MONEP ، MATIF ، بورصة باريس، البورصة الألمانية وSOFFEX؛
- أبريل 1998: التداول الالكتروني لجميع العقود المستقبلية لـ CAC40؛
- 22 جويلية 1998: إدخال العقود المستقبلية والخيارات على المؤشرات الأوروبية STOXX50 وEUROSTOXX50 في MONEP؛
- 22 مارس 1999: انطلاق تداول العقود المستقبلية والخيارات للمؤشرات القطاعية؛
- 01 جوان 1999 : اندمجت بورصة باريس مع مختلف الأسواق الفرنسية (SBF, MATIF, MONEP) لتشكل مؤسسات بورصة باريس.

وبذلك هناك ثلاث أنواع من العقود المشتقة المتداولة في سوق MONEP وهي:

- عقود الخيارات على الأسهم طويلة وقصيرة الأجل؛
- عقود الخيارات على المؤشرات؛
- العقود المستقبلية على المؤشرات.

الفرع الأول. عقود الخيارات على الأسهم

عقود الخيارات على الأسهم هي منتجات موحدة الخصائص في MONEP وتتبع قواعد محددة للغاية والتي يتم تعيينها من قبل اليورونكست. وهناك عقود الخيارات على الأسهم قصيرة الأجل (من شهر إلى 09 أشهر) وطويلة الأجل (تصل إلى 24 شهرا)، فالخيارات قصيرة الأجل من فئة الخيارات الأمريكية (يمكن أن يمارس حقه في الشراء أو البيع في أي وقت بين تاريخ إنشاء العقد وتاريخ الاستحقاق)، أما الخيارات طويلة الأجل هي من فئة الخيارات الأوروبية (لا يمكنه ممارسة حقه إلا في تاريخ الاستحقاق). وترد هذه الخيارات لأسهم الشركات المدرجة في البورصات اليومية اليوروليست وهي ما لا يقل عن 10000 سهم، ومتوسط المعاملات اليومية تصل إلى 35 معاملة، وبداية عام 2001، كان هناك أكثر من مائة فئة من الخيارات على 62 سهم (الفرنسية أو الأجنبية) (1). ويبين الجدول أدناه خصائص هذين النوعين من الخيارات:

الجدول رقم (26): جدول يلخص خصائص عقود الخيار للأسهم في Monep

عقود الخيار طويلة الأجل (تصل إلى سنتين)	عقود الخيار قصيرة الأجل (من شهر إلى 09 أشهر)	نوع العقد الخصائص
10 أسهـم		حجم العقد

(1) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 416.

أوروبي	أمريكي	نوع العقد
لها تاريخين في السنة أي 4 تواريخ خلال سنتين وهي مارس وسبتمبر	لها ثلاث تواريخ استحقاق ربع سنوية وهي مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر	تواريخ الاستحقاق
€0,01		Le Tick
يوم التداول الأول من بداية الفترة التي تليها		تواريخ افتتاح دورة التداول
تتم تصفية وتسوية العقود حسب الإجراءات المطبقة في سوق EURONEXT PARIS		التصفية

Source: NYSE EURONEXT SA.

وكما ذكرنا سابقا فإن منتجات عقود الخيار على الأسهم موحدة الخصائص فقد تم موازنة

خصائصها حتى بعد التحول إلى اليورو، ويتم التجانس من خلال:

I. حجم العقود: يتكون العقد من 10 أسهم مهما كانت قيمته، فقبل 01 جويلية 1998 كان حجم العقد

يتكون من 100 سهم بغض النظر عن سعر هذه الأسهم، باستثناء Eurotunnel و Eurodisney التي كانت تتكون عقودها من 500 سهم، أما عقود أسهم Carrefour، Canal +، L'Oréal، CGIP، Promodés، Pinault Printemps Redoute و Saint Louis تتكون عقودها من 20 سهم(1).

II. تواريخ استحقاق العقود: تنتهي العقود في يوم التداول قبل الأخيرة من شهر العقد، فالعقود قصيرة

الأجل أو الأمريكية لها 03 تواريخ للاستحقاقات أي ربع سنوية وهي: مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر. وبذلك يبدأ الفصل الجديد من اليوم تداول الأول من شهر جانفي، أفريل، جويلية، أكتوبر. فعلى سبيل المثال شهر ديسمبر والمواعيد المذكورة هي ديسمبر، مارس وجوان فيوم التداول الأول من شهر جانفي، والمواعيد المدرجة تصبح مارس، جوان، سبتمبر. ولها أيضا تواريخ استحقاق أخرى مقسمة على 3 مجموعات(2):

المجموعة الأولى: لديها 11 تاريخ استحقاق وهي 03 تواريخ شهرية، و 3 فصلية (مارس، جوان،

سبتمبر، ديسمبر)، 02 سداسية (جوان وديسمبر)، و 03 دورات سنوية تستحق في ديسمبر؛

المجموعة الثانية: لديها 08 تواريخ استحقاق وهي 03 تواريخ شهرية، و 3 فصلية (مارس، جوان،

سبتمبر، ديسمبر)، 02 سداسية (جوان وديسمبر)؛

المجموعة الثالثة: لديها 04 تواريخ وهي تواريخ فصلية مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر.

والملاحق رقم (08) يبين عقود أسهم المجموعات السابقة وذلك بتاريخ 02 جويلية 2013.

(1) Ipid, p 417.

(2) NYSE EURONEXT SA, sur site :
globalderivatives.nyx.com; le 09/01/2014 à 20:29

أما عقود الخيارات طويلة الأجل (الأوروبية) مدتها تصل إلى سنتين وتواريخ استحقاقها مارس وسبتمبر أي أربعة تواريخ استحقاق، ويتم التنفيذ في يوم التداول الأول من أبريل وأكتوبر خلال سنتين(1).

- III. سعر الممارسة:** يتم تعبير سعر الممارسة في السوق باليورو في حالة عقود الخيارات على الأسهم، أما عقود الخيارات على المؤشرات فتعبر عنها بالنقاط. فأسعار الممارسة موحدة، وهناك ثلاث حالات لأسعار ممارسة لكل فئة من الخيارات:
- حالة سعر الممارسة أقل من قيمة الأصول محل العقد في حالة الشراء، وتتجاوز قيمة الأصول محل العقد في حالة البيع؛
 - حالة تكافؤ بين سعر الممارسة وقيمة الأصول محل العقد؛
 - حالة سعر الممارسة أكثر من قيمة الأصول محل العقد في حالة الشراء، وأقل من قيمة الأصول محل العقد في حالة البيع(2).

الفرع الثاني. عقود الخيارات على المؤشرات

عقد الخيار على المؤشرات هو عقد بين طرفين يعطي للمشتري حق وليس التزام بشراء أو بيع قيمة هذا المؤشر بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد . ومن المؤشرات المتداولة في سوق MONEP هي: عقود الخيارات على مؤشر CAC 40، المؤشرات الأوروبية (Stoxx 50، Euro Stoxx 50، FTSEurofirst 80 et 100) والمؤشرات القطاعية.

أولا. عقود الخيارات على مؤشر CAC 40: وهي من نوع الخيارات الأوروبية، وتقاس كل نقطة من هذا مؤشر بـ 1 يورو. ويعتبر هذا النوع من الخيارات أكثر الأنواع تداولاً وأكثرها سيولة، وشكلت خيارات المؤشر بين عامين 1997 و1998 حوالي 50% من مجموع الخيارات، تم تداول 6461308 عقد الخيار سنة 1997 و 16443276 سنة 1998. وهناك نوعان من الخيارات على مؤشر CAC 40 وهي الخيارات قصيرة الأجل (PXI) وكان أول نوع من عقود الخيارات على المؤشرات وبدأ التداول في MONEP سنة 1988، بعدها قدمت MONEP عقود الخيارات طويلة الأجل (PXL) في 17 أكتوبر 1991(3). ولقد جلب هذا الابتكار من العقود للسوق ميزتين من حيث المدة ونوع الخيار: مدة العقد سنتان، في حين أن استحقاق العقود المتداولة في السابق "PXI" لم تتجاوز 06 أشهر، بالإضافة إلى ذلك، فعقود الخيار على مؤشر CAC 40 لمدة عامين هي عقود الأوروبية، فهو يسمح للبائع ممارسة الخيار في يوم الاستحقاق، كما يضمن البائع استمرار منصبه لمدة عامين دون التعرض لخطر يهدده بطلب ممارسة

(1) Francine Roure, Op. Cit, p 428.

(2) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p p 416, 418.

(3) Gunther Capelle-Blancard, Séverine Vandelanoite, **Relations intrajournalières entre l'indice CAC 40 et les options sur indice Quel est le marché préféré des investisseurs informés?**, (Annales d'économie et de statistique : N°66, 2002), p 151.

العقد في وقت مبكر من طرف المشتري (1)، وبذلك تسمح لمديري المحافظ الذين يقومون ببيع الخيارات للتحوط أو لتحسين أدائها، وذلك لأن مدة العقد أطول وبتكلفة معقولة فهي اقل تكلفة بكثير من سلسلة من الخيارات قصيرة الأجل. والجدول رقم (27) يبين مميزات كل من النوعين.

الجدول رقم (27): يوضح خصائص عقود الخيارات قصيرة وطويلة الأجل في Monep

نوع العقد الخصائص	عقود الخيار على المؤشرات قصيرة الأجل (PXI)	عقود الخيار على المؤشرات طويلة الأجل (PXL)
الأصل محل العقد	مؤشر CAC 40	
تسوية العقد	التسوية نقدية ومقربة عشريا بمنزلة واحدة	
نوع العقد	أمريكي	أوروبي
"Le Tick"	0,1 نقطة للعقد أي 0,1 € للعقد	
تواريخ الاستحقاق	لها أربعة (04) تواريخ استحقاق 03 تواريخ شهرية وتاريخ واحد فصلية، فعلى سبيل المثال التداول يكون في جانفي فعلى ذلك تواريخ الاستحقاق: جانفي، فيفري، مارس وجوان وذلك يختلف من 4 أشهر إلى 6 أشهر.	لها ثمانية (08) تواريخ استحقاق: 03 شهرية، 03 فصلية في دورة مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر و 02 نصف سنوية في دورة مارس وسبتمبر.
سعر الممارسة	يتم تحديد أسعار ممارسة بقيم موحدة تتراوح من 50 نقطة خلال تواريخ شهرية، و 100 نقطة لتواريخ استحقاق فصلية و 200 نقطة للنصف السنوية.	
تاريخ التصفية	يوم التداول الأخير من الشهر الأخير للفترة على الساعة 16:00	
التصفية	التسوية النقدية = الفرق بين مؤشر التصفية وسعر الممارسة. ومؤشر التسوية هي بمثابة إشارة إلى ممارسة التلقائي وهو متوسط جميع المؤشرات المحسوبة والتي نشرت بين الساعة 15:30 و 16:00، ويقرب المتوسط تقريبا عشريا واحدا.	

Source : Francine Roue, Op. Cit, p 303.

ثانيا. عقود الخيارات على مؤشر DOW JONES STOXX50 & EURO STOXX50

هي مؤشرات الاتحاد الأوروبي وأطلقت خيارات DOW JONES & EURO STOXX50 في 22 جوان 1998. ويمثل مؤشر DOW JONES STOXX القيم الأوروبية الرئيسية من خلال 19 قطاع صناعي فهي تعكس تنوع الشركات الأوروبية، ويتألف هذا المؤشر من 660 سهم

(1) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 422.

نقطة لتواريخ استحقاق فصلية و 200 نقطة للنصف السنوية.	
تاريخ التسوية	ثالث يوم الجمعة من شهر تاريخ الاستحقاق
التسوية النقدية = الفرق بين مؤشر التسوية وسعر الممارسة. ومؤشر التسوية هي متوسط جميع المؤشرات المحسوبة والتي نشرت بين الساعة 11:50 و 12:00، ويقرب المتوسط تقريبا مئوية. كما تكون تسوية العقد تسوية نقدية مقربة عشريا بمنزلتين (أي مقربة لدرجة المئة)	

Source: Guide de Caractéristiques des contrats à terme et options sur indice DOW JONES STOXX, MONEP SA, 2000.

ثالثا. عقود الخيارات على مؤشر القطاعية **DOW JONES STOXX**:

المؤشرات القطاعية **DOW JONES STOXX** (قطاعات البنوك ، الطاقة ، الاتصالات ، التكنولوجيا، التأمين، المستحضرات الصيدلانية ووسائل الإعلام...)، فعقود الخيار على هذه المؤشرات هي عقود أوروبية، ونقطة واحدة من هذا المؤشر تساوي 100 يورو. والجدول الموالي يبين خصائص هذه العقود.

الجدول رقم (29): يوضح خصائص عقود الخيار للمؤشرات القطاعية **DOW JONES STOXX** في Monep

عقود الخيار للمؤشرات القطاعية DOW JONES STOXX	نوع العقد الخصائص
عقد أوروبي	نوع العقد
نقطة واحدة مساوية لـ 100 يورو	القيمة
50 سهم لأكبر الشركات في المنطقة الأوروبية	الأصل محل العقد
50 سهم لأكبر الشركات في المنطقة الأوروبية	Le Tick
0,01 نقطة للعقد أي 01€ للعقد	تواريخ الاستحقاق
لها 03 تواريخ فصلية في دورة مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر و 02 نصف سنوية في دورة مارس وسبتمبر.	سعر الممارسة
يتم تحديد أسعار ممارسة بقيم موحدة تتراوح من 50 نقطة خلال تواريخ شهرية، و 100	

نقطة لتواريخ استحقاق فصلية و 200 نقطة للنصف السنوية.	
من 10:00 إلى غاية 17:00	ساعات التداول
ثالث يوم الجمعة من شهر تاريخ الاستحقاق على الساعة 12:00	تاريخ التصفية
التسوية النقدية = الفرق بين مؤشر التصفية وسعر الممارسة مضروبة في 100	التصفية

Source : Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 427.

الفرع الثالث. العقود المستقبلية على المؤشرات

العقد المستقبلي على المؤشرات هو عقد بين طرفين المشتري والبائع، فالمشتري هنا يوافق على شراء هذا المؤشر بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ محدد، أما البائع فهو يوافق على بيع المؤشر عند تاريخ معين في المستقبل، والربح الخاص بهما (خسارة) يعتمد على السعر المستقبلي للمؤشر عند انتهاء مدة العقد(1).

ومن أهم العقود المستقبلية على المؤشرات المتداولة في MONEP هي العقود القائمة على مؤشر CAC 40، ولقد بدأ تداول هذه العقود في MONEP منذ 10 جويلية 1997. وتعتبر هذه العقود موحدة ومنمطة لذلك لا يوجد عوائق كبيرة لتصريفها، فيمكن بيعها وشراؤها بكل سهولة حتى قبل تاريخ استحقاقها من خلال غرفة المقاصة، عكس العقود المتداولة في سوق OTC(2). والجدول الموالي يوضح أهم خصائص هذا العقد.

الجدول رقم (30): يوضح خصائص العقود المستقبلية لمؤشر CAC 40 في Monep

العقود المستقبلية لمؤشر CAC 40	نوع العقد الخصائص
CAC 40	الأصل محل العقد
نقطة واحدة تساوي €10، وذلك يعني أن قيمة العقد تساوي سعر العقد مضروبا في €10	قيمة التفاوض
0,5 نقط أي €05 لكل عقـد	Le Tick
لها 03 تواريخ شهرية، و 03 تواريخ فصلية في دورة مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر و 08 سداسيات في دورة جوان وديسمبر.	تواريخ الاستحقاق
يتم تحديد أسعار ممارسة بقيم موحدة تتراوح من 50 نقطة خلال تواريخ شهرية، و 100	سعر الممارسة

(1) Introduction to Index Futures and Options, (Australian Securities Exchange ASX, Sydney, 2008), p 4.

(2) Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op. Cit, p 419.

نقطة لتواريخ استحقاق فصلية و200 نقطة للنصف السنوية.	
آخر يوم تداول في ثالث يوم الجمعة من شهر تاريخ الاستحقاق على الساعة 16:00، ويتم افتتاح عقد جديد في أول يوم تداول بعد انقضاء العقد السابق	تاريخ التصفية وافتتاح عقد جديد
تحدد Euronext Paris SA دورات المقاصة حسب دورات استحقاق العقود المستقبلية، وطلبات الهامش اليومية يحدد حسب سعر التسوية.	دورات المقاصة
تقوم Euronext Paris SA بحساب مؤشر التصفية الذي هو المتوسط الحسابي لـ CAC 4، يحسب وينشر بين الساعة 15:40 و 16:00، مقربة عشريا بمنزلتين. أما سعر تسوية العقود المستقبلية لـ CAC 4 فهو الفرق بين مؤشر التصفية وسعر الممارسة مقربا عشريا بمنزلة واحدة. كما أن التسوية تكون نقديا ويتم دفع المبالغ خلال اليوم الموالي بعد إغلاق العقد.	التصفية
من 06:30 - 8:00 "جلسة النهار" النقص في نفس اليوم (T)؛ من 18:30 - 22:00 "الجلسة المسائية" النقص في اليوم التالي (T +1).	ساعات التداول

Source : Guide de Caractéristiques du contrat à terme sur indice CAC 40, NYSE Euronext SA, 02 Septembre 2013.

المبحث الثالث: دور تداول الأدوات المشتقة في تمويل سوق رأس المال الفرنسي

تعتبر بورصة باريس سابقا منذ نشأت اتحاد البورصات الثلاث لتشكيل Euronext تمثل 60% من القيمة الإجمالية من بين البورصات الثلاث - بورصة أمستردام 32% وبورصة بروكسل 8% - فقد كانت تمثل أكبر النسب. غير أنها بدأت تنخفض بالتدريج وبدأت تتلاشى أهميتها الكبرى في الاقتصاد الأوروبي ككل والفرنسي بشكل خاص، فسابقا كانت الشركات الفرنسية تمول من بورصة باريس بسبة 42,9% سنة 1998 أما سنة 2011 فهي تمول بنسبة 5,4% فقط. ويعود ذلك لعدة أسباب من أهمها إهمال إدارة البورصة لتطوير أعمالها فهي تعتبر مشكلة هيكلية وتقضي بمعرفة أماكن وجود الشركات الأكثر استثمارا وحاولت جذبها للسوق الفرنسي عكس البورصات الأخرى وخاصة بورصة لندن التي كانت في الصدارة في هذا المجال. كما أن أغلب الشركات الفرنسية أصبحت شركات متعددة الجنسيات فسابقا كانت تستثمر رؤوس أموالها في بورصة باريس أما الآن فنسبة 60% من أنشطتها خارج فرنسا(1). ولكن هل أثر هذا التراجع على أسواق المشتقات المالية الفرنسية (MATIF & MONEP)؟ وما مدى هذا التأثير؟ وسنحاول الإجابة على هذه التساؤلات خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تطور نمو المشتقات المالية في السوق الرأس المالي الفرنسي

سننترق في هذا المطلب لتطور نمو سوق المشتقات الفرنسي وذلك بمعرفة تطور حجم العقود المتداولة بها وقيمتها السوقية. ويوضح الملحقين رقم 04 و 05 إحصائيات تطور تداول العقود المشتقة منذ عام 2001 لـ Matif و Monep وتبين سلسلة من البيانات التي تظهر نجاحات وإخفاقات العقود المختلفة. وسيتم تقسيم هذا المطلب لثلاث فروع لتحليل التغيرات الحاصلة في سوق المشتقات الفرنسي.

الفرع الأول: تطور عدد عقود المشتقات المالية الفرنسية وقيمتها

شهدت صناعة المشتقات في فرنسا نموا كبيرا وصلت إلى مستوى عال من النضج ، نتيجة لديناميكية العرض والطلب، فالطلب عادة ما تأتي من مديري المحافظ (أمناء صناديق الشركات المساهمة ومديري الصناديق والبنوك...) وذلك لمواجهة تقلبات الأسعار. وفقا للإحصائيات الصادرة عن NYSE EURONEXT فقد سجلت نموا لا بأس بها بعد اندماجها وتشكيل اليورونكست، إلا أنها عرفت في السنوات الأخير انخفاض ملحوظ في حجم البورصة عامة والمشتقات المالية خاصة، وذلك بسبب توالي الأزمات المالية وانهيار الكثير من الشركات العالمية التي كانت تمول الأسواق المالية الفرنسية والأوروبية.

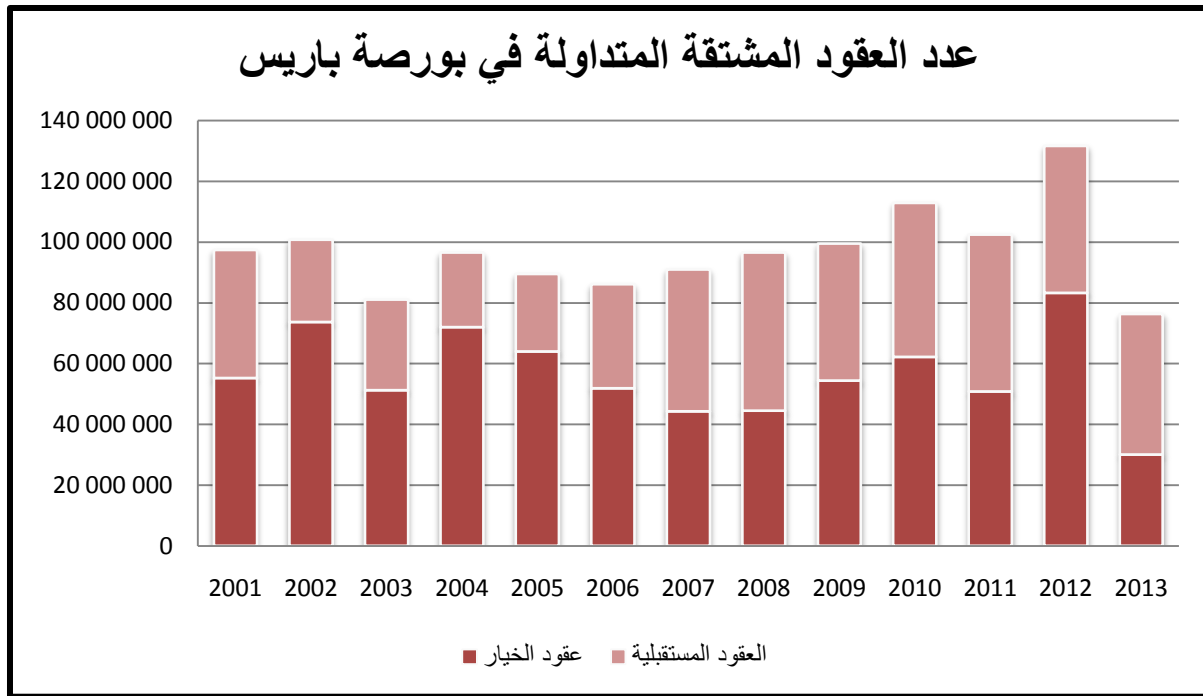
(1) خبايا الاقتصاد: تساؤلات حول مستقبل بورصة باريس، على الموقع:

www.youtube.com/watch?v=1rbELvLD-cU; le 15/03/2014 à 23:08

أولاً: تطور نمو عدد الأدوات المشتقة في بورصة باريس

وكما رأينا سابقاً حول النمو والتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المشتقات على المستوى العالمي، سنوضح تطور عدد العقود المشتقة المتداولة في السوق الفرنسي من خلال الشكل رقم (38) وذلك بنوعيه العقود المستقبلية وعقود الخيار باستخدام إحصائيات في الملحق رقم (10).

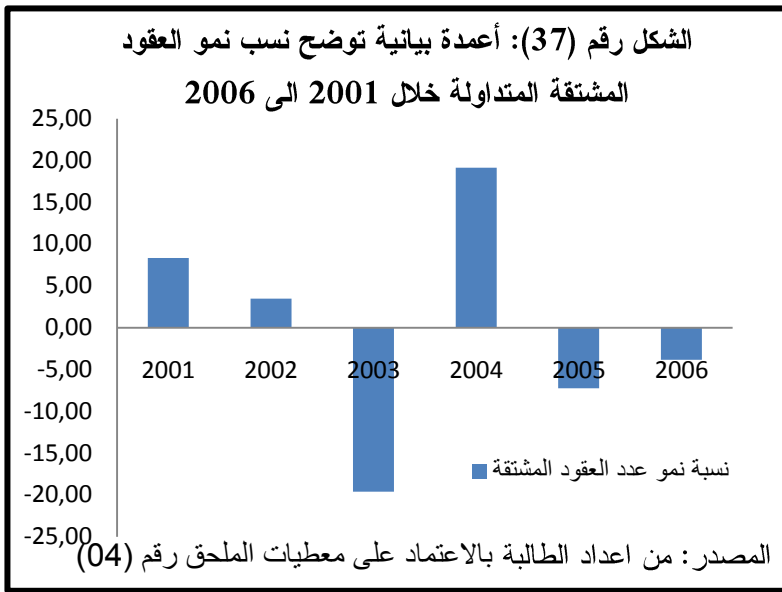
الشكل رقم(36): يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (10)

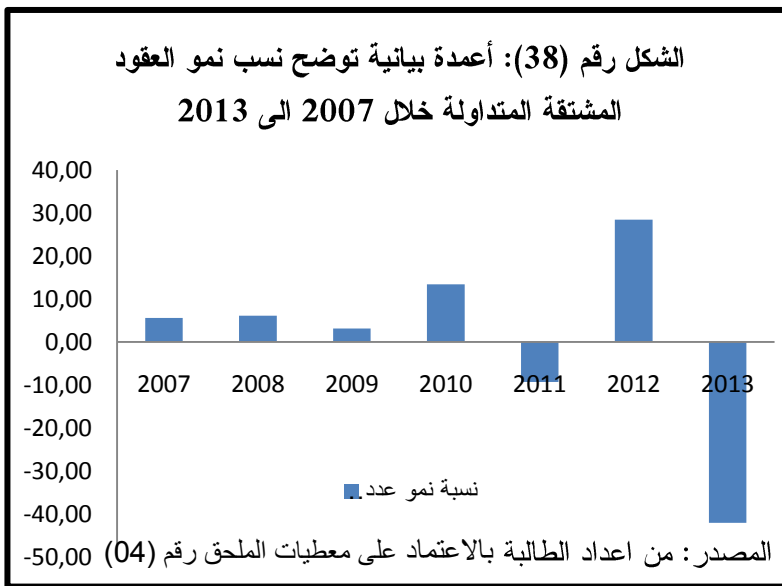
نلاحظ من الشكل تذبذب طوال فترة الدراسة، كما يوضح أن عقود الخيارات أكثر العقود تداولاً في السوق الفرنسي عن العقود المستقبلية في معظم السنوات، فنسبة متوسط عدد الخيارات المتداولة خلال هذه الفترة مساوية لـ 58,47%، أما نسبة العقود المستقبلية فهي تتراوح بـ 41,53%. ويمكننا تقسيم فترة الدراسة إلى أهم مرحلتين وهي قبل الأزمة المالية العالمية 2007 ومرحلة ما بعد 2007.

I. الفترة من 2001 إلى 2006: نلاحظ خلال هذه الفترة ارتفاعات وانخفاضات في عدد العقود



المتداولة، إذ يبين الشكل رقم (37) أن أكبر نسبة انخفاض لعدد العقود المتداولة كانت سنة 2003 وذلك بنسبة 19,58% بعدما كان عددها سنة 2002 حوالي 100,652,423 عقد أما سنة 2003 انخفض إلى 80,939,809. أما أكبر ارتفاع له كان سنة 2004 وذلك بنسبة 19,15%، إذ ارتفع عدد العقود سنة 2004 وصل إلى 96,442,356 عقد.

II. الفترة من 2007 إلى 2013: من خلال الشكل رقم (38) نلاحظ فترة ارتفاع من 2007 إلى غاية 2010 بالرغم من أنها كانت فترة حرجة للأسواق المالية العالمية وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية، ويعود ارتفاع العقود المشتقة المتداولة



خلال هذه الفترة كونها من أهم أدوات التحوط لذلك فبسبب زيادة استخدام المشتقات المالية كانت للتغطية ضد مخاطر السوق أكثر منها لأجل المضاربة. فقد وصلت نسبة ارتفاعها سنة 2010 إلى 13,45%، إلا أنها ما لبثت حتى عاودت الانخفاض سنة 2011 وذلك بنسبة (9,29%) فقد وصل عددها 102,375,401

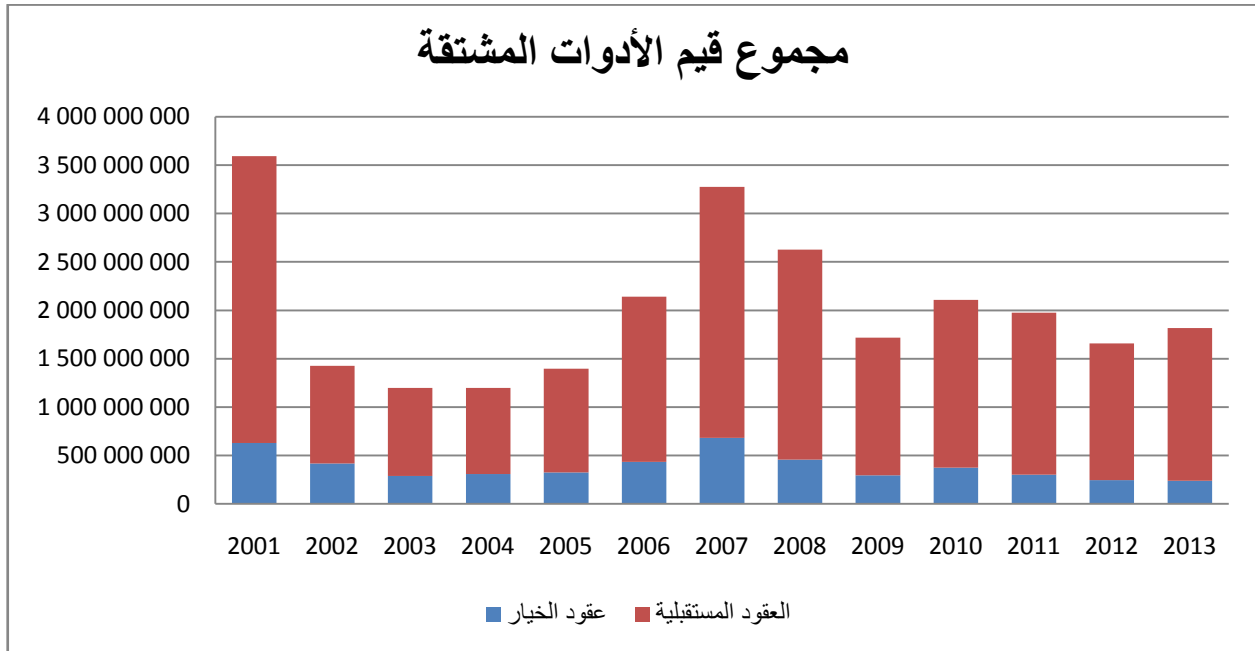
عدها حوالي 112,820,314 عقد سنة 2010. إلا أنها ارتفعت من جديد وبقوة سنة 2012 وكان يقدر هذا الارتفاع بنسبة 28,45% و عددها وصل إلى 131,501,482 عقد. وانخفض من جديد سنة 2013 وكان أكبر انخفاض عرفته العقود المشتقة منذ إنشاء اليورونكست ونسبته قدرت بـ (42,02%) فقد وصلت عدد العقود إلى 76,249,312 عقد. ويعود لأسباب عدة أهمها الإعلان عن بيع شركة

اليورونكست واستحوادها من قبل الشركة الأمريكية InterContinentalExchange ICE (*) وذلك في 20 ديسمبر 2012. ثم إعلان رئيس ICE بمحاولة عزم الشركة على الانفصال عن الفرع الأوروبي ليورونكست، التي لم تكن تهمة كثيرا فكل ما يهم الشركة هي بورصة وول ستريت، وبذلك بقاء البورصات الأوروبية معلقة.

ثانيا: تطور مجموع قيم المشتقات المالية الفرنسية

أما الشكل رقم (39) عبارة عن أعمدة بيانية للحجم الكلي للمشتقات المالية المتداولة في بورصة باريس من 2001 إلى غاية 2013 من خلال الملحق رقم (11)، وذلك من خلال النوعين السائدين في بورصة باريس وهما العقود المستقبلية وعقود الخيار.

الشكل رقم(39): يوضح مجموع قيم المشتقات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (11)

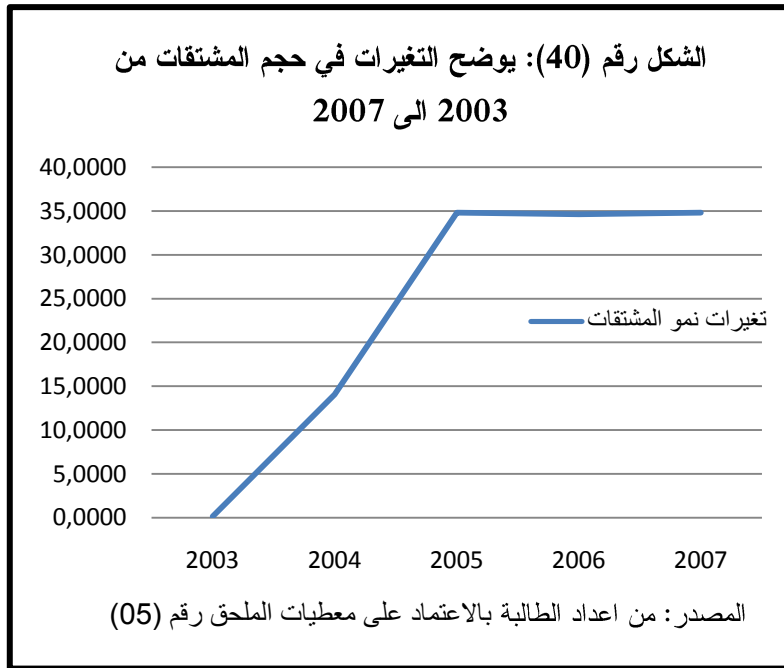
ومن الشكل رقم (39) نلاحظ تذبذب في القيمة الكلية المتداولة للمشتقات في السوق الفرنسي، ويوضح أيضا أن مجموع قيم العقود المستقبلية أكثر من مجموع قيم عقود الخيار خلال فترة الدراسة، فقد وصل متوسط حجم قيم العقود المستقبلية حوالي 81% من مجموع متوسط القيم، بينما متوسط حجم قيم عقود الخيارات حوالي 19% من مجموع متوسط المشتقات المتداولة في بورصة باريس ، ويعود ذلك

InterContinentalExchange ICE (*): هي البورصة دولية ومقرها في أتلانتا في الولايات المتحدة متخصصة في المشتقات بقيمة رأس المال 11 مليار دولار، وتعرف بعملاق المشتقات تقدم جميع أنواع المشتقات المالية من خيارات ومبادلات ومستقبليات خاصة للمواد الأولية ومعدلات الفائدة، وكذا العقود حول مؤشرات الأسواق. كما تقدم حلول فريدة في ادارة المخاطر لعملائها حول العالم.

لطبيعة العقدين فالأول تكون قيمة العقد الواحد أكبر من قيمة عقد الخيار فهذي الأخيرة عبارة عن نسبة من قيمة الأصول محل العقد، ويمكننا تقسيم فترة الدراسة إلى أهم ثلاث مراحل وهي:

← من 2001 إلى غاية 2002: انخفضت القيمة السوقية لإجمالي المشتقات بشكل كبير خلال سنة 2002 وذلك بنسبة (66,7%) ويعود ذلك للتغيرات والتطورات والإصلاحات الكبيرة في هذه المرحلة وذلك باندماج الأسواق البلجيكية والفرنسية والهولندية في سبتمبر 2000 ومع LIFFE سنة 2001 وذلك بإنشاء سوق موحد يورونكست، فقد أثرت التغيرات الهيكلية التي حدثت نتيجة هذا الاندماج، والتدخل المتزايد للسلطات المسؤولة عن المنافسة، كما أن تعقيد العمليات وتمديد المواعيد النهائية المتعلقة بزيادة عمليات عبر الحدود، كانت السبب في الحد من جاذبية عملية الدمج(1).

← من 2003 إلى غاية 2007: من الشكل رقم (40) نلاحظ تطورا مستمرا لقيمة الأدوات المشتقة خلال هذه الفترة، فقد وصل نموها خلال سنة 2006 إلى 34.634% من سنة 2005، فقد شهدت هذه الفترة نموا قويا للأسواق المالية الفرنسية والأوروبية ككل وزيادة في نشاطها وجاذبيتها مما أدى لزيادة



تدويل هذا السوق، ويعود ذلك إلى بناء أسس قوية بعد الاندماج والإصلاحات المهمة والجزرية التي قامت بها يورونكست باريس في عام 2005، ويعتبر هذا الإصلاح جزء من قواعد الاتحاد الأوروبي الجديدة القائمة على الشفافية المالية، والمصممة خصيصا لتعزيز قطاع الأوراق المالية المتوسطة، والتي تمثل 85% من المؤسسات الفرنسية في بورصة باريس. وقد أسفرت هذه

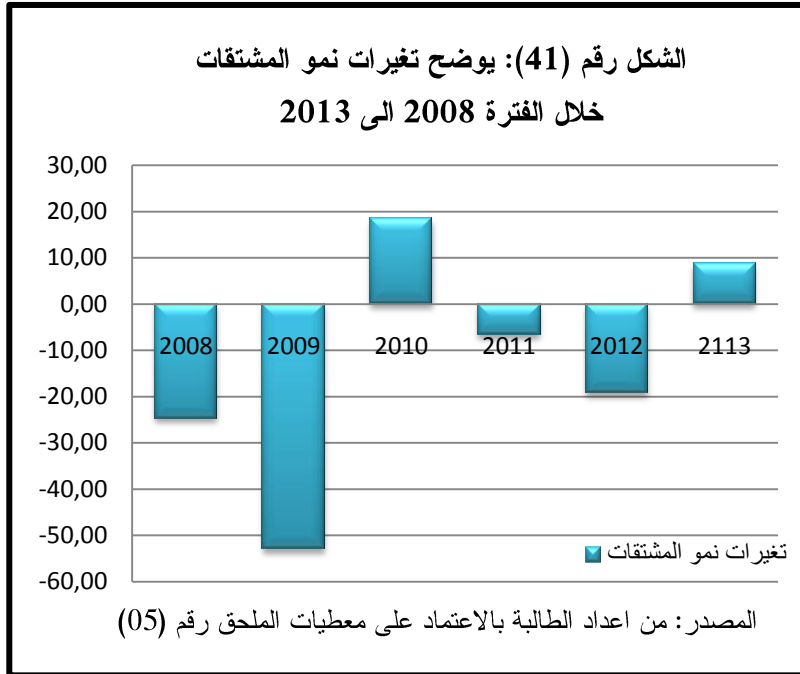
الإصلاحات عدد من النتائج التي ساعدت في زيادة حجم تداول العقود المشتقة، ومن أهم هذه النتائج إطلاق مؤشرات جديدة وهي: CAC Mid100، CAC Small90، CAC Mid&Small190 (2)، بذلك زيادة الأصول محل هذه العقود وتعدد بتعدد هذه المؤشرات. بالرغم من تزامن حذف العقود على معدلات الفائدة من بورصة باريس إلا أنه لم يكن ذلك بتأثير كبير على حجم المشتقات المالية.

← من 2008 إلى غاية 2013: شهدت هذه المرحلة تقلبات حادة في حجم تداول المشتقات المالية خاصة خلال سنة 2008 فقط انخفض حجم تداول المشتقات إلى (52.87%) ويعود السبب إلى الأزمة

(1) RAPPORT ANNUEL 2001, (CBO, Paris, 2001), p 18.

(2) Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, Mars 2006, Op. Cit, p 2.

العالمية خلال هذه الفترة _نهاية صيف 2007_ فقد أدت إلى انهيار العديد من البنوك الكبرى في العالم وتراجع بورصات الأسهم وانخفضت قيمة اليورو، وكان أكبر انخفاض لحجم المشتقات سنة 2009 فقد وصل إلى (52.86%). كما أن الاندماج بين شركة الي ورونكست وشركة NYSE أدى إلى ارتفاع في عدد المشتقات المالية المتداولة في السوق الفرنسي حسب الشكل رقم (41)، إلا أن القيمة السوقية



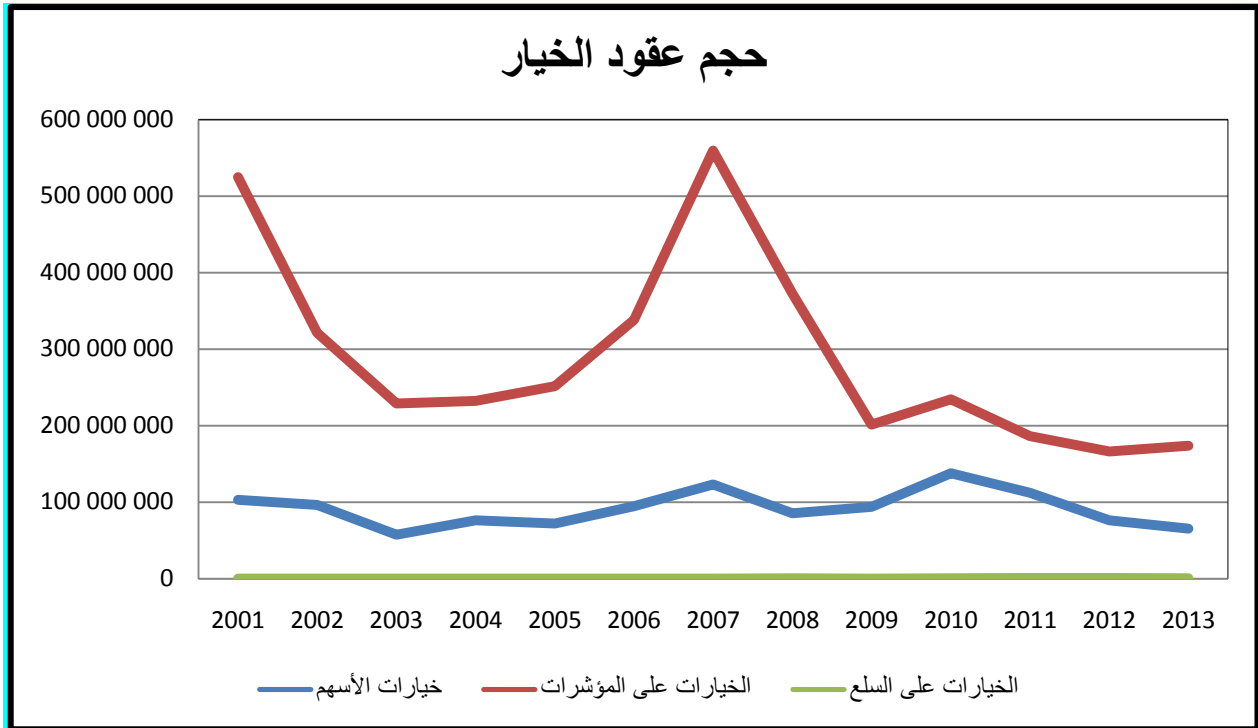
الإجمالية للمشتقات المالية كانت في انخفاض بعد هذا الاندماج، وقد يكون ذلك بسبب انخفاض عدد العقود الخيارات وقابله الزيادة في قيمة العقود المستقبلية، وهذا ما يدل على ضعف السوق المالي بعد الاندماج، فقد أثرت التغيرات الهيكلية كثيرا على السوق نتيجة هذا الاندماج. وبدأت بورصة باريس في التعافي من الأزمة العالمية وارتفع حجم تداول المشتقات سنة 2010 بنسبة

18.43%، فبعدما كانت قيمتها سنة 2009 حوالي 1,719 مليار يورو قفزت قيمتها خلال 2010 ليصل إلى 2,108 مليار يورو. إلا أنها ما لبثت أن بدأت من جديد من خلال أزمة الديون السيادية اليونانية 2010، فقد نتج عنها ركود بورصات الاتحاد الأوروبي فعلى سبيل المثال ارتفع مؤشر CAC 40 في 05 أبريل 2010 إلى أكثر من 4050 نقطة أما في سبتمبر 2011 انخفض إلى 2810 نقطة. لذلك عاودت العقود المشتقة في الانخفاض سنتي 2011 و2012 فقد وصلت نسبت انخفاضها سنة 2012 إلى (19.18%) وذلك بسبب انتشار الأزمة وأصبحت بعدها أزمة منطقة اليورو ككل. إلا أنه وفي سنة 2013 نلاحظ ارتفاع في حجم المشتقات فقد بلغ 8.72%.

الفرع الثاني: تطور نمو عقود الخيار

تعتبر عقود الخيار أكثر تداولاً فكما ذكرنا سابقاً بأن نسبة تداولها تجاوزت 58%، غير أن مجموع قيمها السوقية ضعيفة فنسبتها حوالي 19%، كون أن أسعار عقود الخيارات عموماً أصغر عن أسعار العقود المستقبلية لنفس الأصل كون أن عقود الخيار تدفع جزء من السعر وليس الكل كالعقود المستقبلية. والشكل الموالي يوضح مجموع قيم الخيارات المالية لكل نوع حسب الأصل محل هذا العقد.

الشكل رقم (42): يوضح مجموع قيم الخيارات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013 مقومة باليورو



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (11)

بالنسبة لتوزيع أنواع الخيارات حسب نوع الأصول، فأكبر القيم كانت من نصيب عقود الخيار على المؤشرات فمتوسط نسبها خلال فترة الدراسة تمثل نحو 76% بمتوسط تداول حوالي 07 ملايين عقد في السنة، وبالدرجة الثانية عقود الخيارات على الأسهم حوالي 24% بمتوسط تداول 49 مليون عقد في السنة، أما عقود الخيار على السلع فنسبتها لم تتجاوز 0,078% من مجموع متوسط الخيارات المتداولة في بورصة باريس بعدد 648 ألف عقد في السنة.

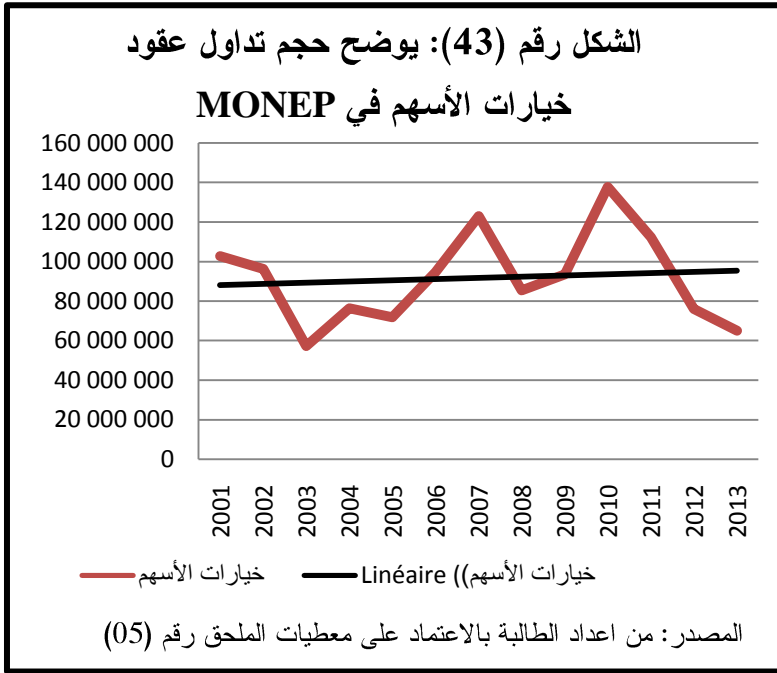
I. عقود الخيار على مؤشرات البورصة: وتعتبر من أهم أنواع الخيارات في سوق المشتقات الفرنسي وأكبرها قيمة، فخلال سنة 2007 وصلت قيمته إلى أكثر من 559 مليون يورو بعدد 9,8 مليون عقد، ويمكن هي الأخرى تقسيم مراحل نموها إلى ثلاث مراحل:

⇐ من 2001 إلى غاية 2003: شهدت هذه الفترة مرحلة انخفاض كبير في قيمتها السوقية فبعدما كانت قيمتها خلال سنة 2001 أكثر من 524 مليون يورو غير أنها انخفضت ووصلت قيمتها الكلية إلى أقل من 230 مليون يورو خلال عام 2003 أي بنسبة انخفاض (56%). وذلك بسبب انخفاض نشاط السوق المالي الفرنسي ككل في هذه الفترة فالمؤشرات تكون حساسة لحالة السوق المالي.

⇐ من 2003 إلى 2007: من المخطط السابق نلاحظ نمو ملحوظ خلال هذه الفترة وصلت قيمتها إلى القمة سنة 2007 فقد كانت نسبة نموها خلال هذه الفترة 59,1%، وهي نسبة معتبرة خاصة بعد الانخفاض الكبير الذي شهدته خلال الفترة السابقة.

← 2007 إلى 2013: من المخطط نلاحظ مرحلة من التذبذب في قيمة تلك العقود فقد انخفضت بشكل كبير خلال سنتي 2008 و2009 ووصل هذا الانخفاض إلى (64%) سواء من حيث تداولها أو قيمتها، وارتفع قليلا خلال 2010 بنسبة 14,2%، ثم عادت وانخفضت خلال سنتي 2011 و2012 بنسبة (29,1%)، كما ارتفع أيضا سنة 2013 بنسبة ضئيلة لا تتجاوز 4,3%.

II. عقود الخيار على الأسهم: وهي أولى العقود تداولها وثاني قيمة بعد الخيارات على المؤشرات، إذ



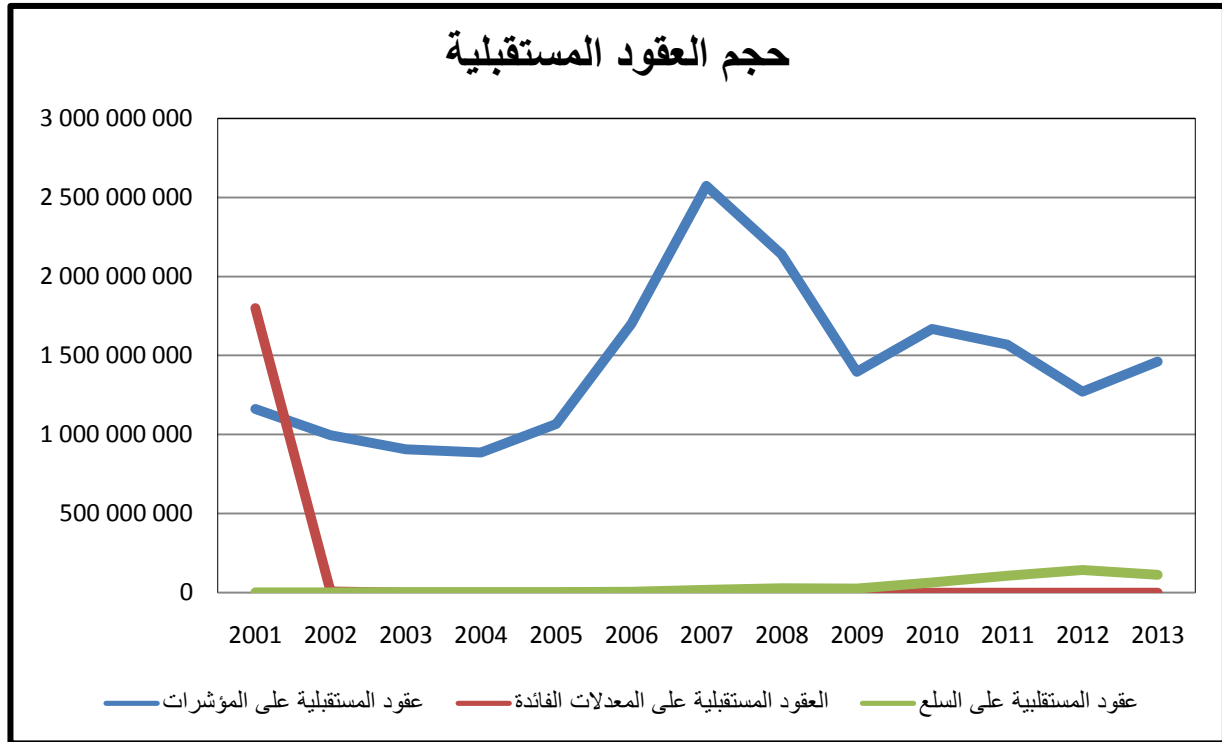
نلاحظ تذبذب كبير خلال فترة الدراسة، غير أنه ومن خلال الشكل رقم (43) نلاحظ أن الرسم البياني للمعادلة الخطية لهذه العقود أنها في ارتفاع طفيف خلال هذه الفترة إلا أن هذا الارتفاع قليلا جدا. وكانت أكبر قيمة مستثمرة وصلت إليها هذه العقود كانت خلال سنة 2010 وذلك بقيمة تجاوزت 137 مليون يورو بعدد عقود تجاوز 54 مليون عقد، وأكثر انخفاض لها كان خلال سنة 2003 بقيمة 57 مليون يورو بـ 53 مليون عقد.

III. عقود الخيار على السلع: وتعتبر أقل الخيارات قيمة في بورصة باريس، ومن خلال الملحق رقم(11)، نلاحظ ارتفاع في قيمة التداول للخيارات على السلع خلال الفترة 2001 إلى غاية 2012 فقد تضاعفت القيمة من 2358 يورو في 2001 وبعدد عقود حوالي 7554 عقد إلى أن وصل لـ 1038849 يورو خلال سنة 2012 وبـ 2,13 مليون عقد، إلا أنه انخفض بشكل كبير حوالي النصف خلال سنة 2013.

الفرع الثالث: تطور نمو العقود المستقبلية

وهي الجزء الثاني من العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس، وتعتبر ثاني العقود تداولها بعد الخيارات المالية بنسبة 41,53%، لكنها تمتاز بحصة الأسد من حيث القيمة السوقية إجمالية في بورصة باريس للمشتقات وذلك بنسبة 81%، والشكل الموالي يوضح مجموع قيم العقود المستقبلية المستثمر في بورصة باريس من 2001.

الشكل رقم (44): يوضح حجم العقود المستقبلية المتداولة في (MATIF & MONEP) من سنة 2001 إلى غاية 2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (11)

من الشكل رقم (44) نلاحظ أن العقود المستقبلية على المؤشرات من أكثر العقود تداولاً وأكثرها قيمة، فهي تمثل حوالي من 89% من قيمة العقود المستقبلية في البورصة خلال فترة الدراسة، أما العقود المستقبلية على معدلات الفائدة فهي تمثل 8,56% من مجموع قيم المشتقات وذلك كونها توقفت بورصة باريس عن التعامل بها ابتداءً من إصلاحات 2005، أما العقود القائمة على السلع الاستهلاكية فهي لم تتجاوز 2,5% من الحجم الكلي.

I. العقود المستقبلية على المؤشرات: فكما ذكرنا هي أكثر العقود المستقبلية تداولاً في سوق المشتقات الفرنسي وكان أكبر تداول لها سنة 2007 فقد وصلت قيمتها إلى أكثر من 2,5 مليار يورو، وهي الأخرى يمكن تقسيمها لثلاث مراحل:

← من 2001 إلى غاية 2004: عرفت هذه الفترة مرحلة انخفاض لقيمتها المخطط رقم (44) فبعدما كانت قيمة تداولها سنة 2001 أكثر من 1,16 مليار يورو إلا أنها انخفضت ووصلت القيمة المتداولة لهذا العقد إلى 887 مليون يورو عام 2004 أي انخفض بنسبة (23,7%).

← من 2004 إلى 2007: من خلال المخطط رقم (44) نلاحظ نمو ملحوظ في هذه الفترة فقد وصلت قيمتها سنة 2007 لحوالي 2,58 مليار يورو وبنسبة نمو قدرها 65,5%، وهي أكبر قيمة متداولة خلال فترة الدراسة.

← 2007 إلى 2013: نلاحظ هنا مرحلة من التذبذب في قيمة العقود مثل أغلب العقود فقد انخفضت خلال سنتي 2008 و2009 وذلك بنسبة (45,7%)، ثم عادت وارتفعت خلال 2010 بنسبة 16,2%، ثم انخفضت خلال سنتي 2011 و2012 بنسبة (23,9%)، وارتفع مرة أخرى خلال سنة 2013 بنسبة 13,1%.

II. العقود المستقبلية على معدلات الفائدة: نلاحظ تراجع في القيمة المستثمرة في هذه العقود فقد ازدهرت هذه العقود فيما سبق إلا أنها انخفضت سنة 2004 إلى 51000 يورو، بعدما كانت قيمتها خلال سنة 2001 إلى 1,8 مليار يورو، وانخفضت بشكل كبير جدا إلى أن تم حذف هذه العقود من بورصة باريس ابتداء من سنة 2005.

IV. العقود المستقبلية على السلع: وتعتبر هذه العقود أقل العقود قيمة في السوق، من خلال الملحق رقم(11) نلاحظ ارتفاع كبير في قيمة العقود خلال الفترة من 2001 إلى غاية 2012 فبعدما كانت قيمتها سنة 2001 حوالي 2,33 مليون يورو إلا أنها ارتفعت خلال سنة 2012 ووصلت قيمتها إلى 143 مليون يورو، غير أنها انخفضت خلال سنة 2013 وذلك بنسبة 20,7%.

المطلب الثاني: دور تداول المشتقات المالية في بورصة باريس

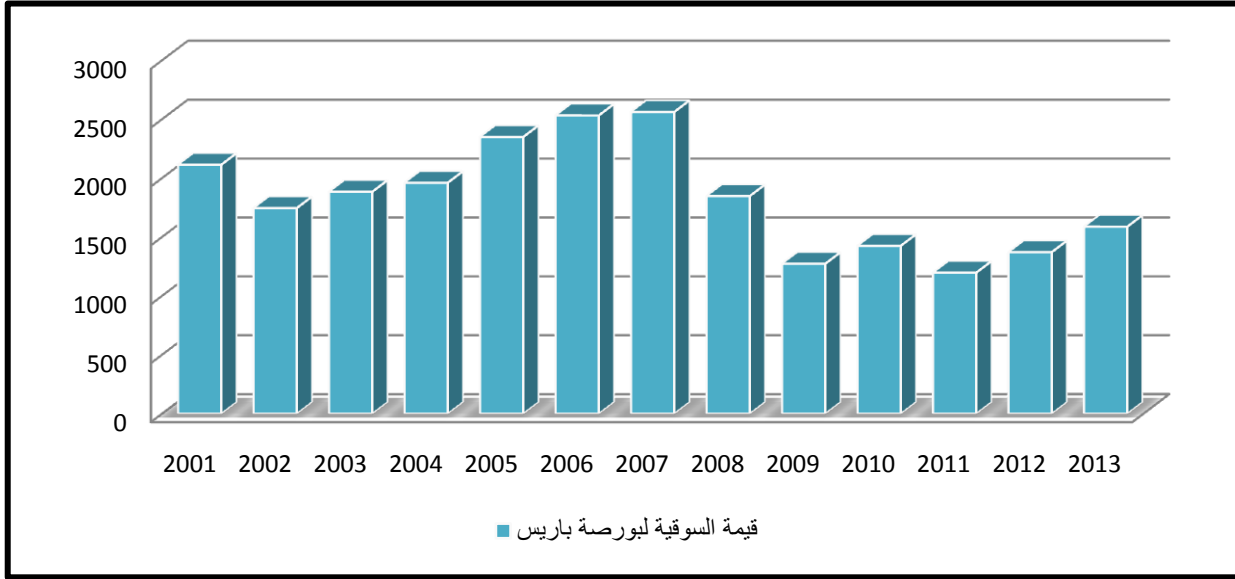
السبب الأول الذي ظهرت من أجله الأدوات المالية المشتقة هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وتقلبات أسعار الأسهم، فهي كما نعرف عبارة عن عقود على أصول مالية متداولة في الأسواق الفورية. ففي حين جاء في تقرير بنك التسويات الدولية، أن نمو استخدام المشتقات يؤدي إلى تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية، حيث تساهم المشتقات في تحسين كفاءتها، غير أن هناك من يرى بأن عقود المشتقات هي السبب في أزمات الأسواق المالية، بل إن بعض مدراء الأموال الأكثر تحفظا ينادون بمزايا الامتناع الكامل عن استعمال المشتقات وإن كان هذا ليس هو الاتجاه السائد. وبذلك نستنتج أن كلا السوقين الفوري والآجل يؤثران على بعضهما البعض، وهذا ما سنحاول دراسته في هذا المطلب بتحليل العلاقة القائمة بينهما في بورصة باريس من خلال توضيح معرفة تناسب معدلات نموها ونسبة مشاركة تداول المشتقات المالية في البورصة.

الفرع الأول: تطور نمو رسملة بورصة باريس

كانت بورصة باريس قبل الاندماج من أكبر البورصات في أوروبا واحتلت مكانة مهمة جدا، وحتى وقت الاندماج كانت من أكبر المساهمين - تمثل 60 % من القيمة الإجمالية من بين البورصات الثلاث-، كما كانت أكبر ممول للاقتصاد الفرنسي. ففي عام 1992، كانت بورصة باريس تضم 786 شركة غير أنها ضمت سنة 2011 سوى 586 شركة. وأواخر عام 2003 بلغت القيمة السوقية (الرسملة) للبورصة 1200 مليار أورو أي ما يعادل 78% من الناتج المحلي الإجمالي، أما خلال سنة 2012 فقد كانت النسبة لا تتجاوز 54%. كما أنه وخلال 04 سنوات عزوف المساهمين الفرديين فقد كانت مجموع قيمهم 6,4 مليون أورو نهاية سنة 2008، أما نهاية سنة 2012 لا تتجاوز 4,1 مليون. أما بالنسبة للمؤسسات

-البنوك وشركات التأمين، .. فقد فرضت عليهم لوائح جديدة وقيود صارمة فقد كانوا يفضلون الابتعاد عن هذه الإجراءات. أما العواقب على الاقتصاد الفرنسي فهي حقيقية، في عام 2001، كان يتم تمويل الشركات بنسبة 26,9% من خلال البورصة، أما خلال سنة 2012 انخفضت النسبة إلى 5.4%(1). والشكل الموالي يوضح حجم رسملة -قيمة السوقية- بورصة باريس خلال الفترة من 2001 إلى غاية 2013 باستخدام الملحق رقم(09).

الشكل رقم(45): رسملة بورصة باريس خلال الفترة من 2001 إلى 2013 مقومة بالأورو



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (09)

كل هذه السلبيات ظهرت كنتائج على حجم بورصة باريس والذي يوضحه الشكل رقم (45)، ويمكن تقسيم المدرج التكراري إلى جزئين مع مقارنتها مع الشكل رقم (39) الذي يوضح تطور حجم قيم العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس.

الفترة من سنة 2001 إلى 2007: وفيه نلاحظ تطور في حجم السوق بالرغم من انخفاضه سنة 2002 فقد كانت القيمة السوقية السوقيين سنة 2001 حوالي 2114.1 مليار أورو إلا أنه انخفض سنة 2002 إلى 1745,8 مليار أي بنسبة (17,42%). ووصلت القيمة السوقية لبورصة باريس قمتها سنة 2007 إلى 2562 مليار أورو وذلك بنسبة 46,6% عن سنة 2002. وبالعودة إلى الشكل رقم (39) فنلاحظ خلال نفس الفترة هي الأخرى كانت فترة تطور لتداول المشتقات المالية ووصلت قيمتها المتداولة ذروتها سنة 2007 أيضا بعدما لاحظنا الانخفاض في قيمتها هي الأخرى سنة 2002 هذا يعني أنها كانت فترة تحول بالنسبة لبورصة باريس ككل نتيجة للتغير الهيكلي لأجل الاندماج.

(1) Audrey Tonnelier et Adrien de Tricornot, **La fin de la Bourse de Paris ?**, (Le Monde éco & entreprise: mardi 04/09/2012 , Paris), sur site : lemonde.fr/economie/article/2012/09/03/entreprises-la-vie-sans-la-bourse_1754754_3234; le 08/02/2014 à 21:33.

الفترة ما بعد سنة 2007: عرفت هذه الفترة تذبذب في القيمة السوقية للبورصة، إذ انخفضت قيمتها خلال سنتي 2008 و 2009 إلى 1835,6 و 1272,7 مليار أورو أي بنسبة (27,88%) و(31,12%) على التوالي. لكنها عاودت الارتفاع سنة 2010 إلى 1425 مليار، غير أنها عاودت في الانخفاض خلال سنة 2011 لترتفع من جديد خلال سنتي 2012 و 2013. وتميزت هذه الفترة أيضا بتذبذب في قيمة المشتقات المتداولة من ارتفاع وانخفاض من عام لآخر، وهو ما يدل على ارتباط المشتقات المالية وتداولها بحالة السوق ككل فإذا عرفت البورصة تحسن في أداءها ومؤشرات تطور نشاطها عكس ذلك التطور على سوق المشتقات المالية بالإيجاب أيضا والعكس صحيح وإذا عرفت انكماش في نشاطها فسينتقل ذلك إلى أدواتها المشتقة.

الفرع الثاني: مكانة سوق الأدوات المشتقة الفرنسية ببورصة باريس

تعتبر سوق المشتقات المالية من أكثر الأسواق نشاطا وسيولة في العالم ولها ارتباط وثيق بسوق رأس المال فهي تأثر وتتأثر من خلال الخصائص التي تتمتع بها هذه الأداة والتي أدت للقيام بالاستراتيجيات التي تمارس بينهما. فقد ساهم انخفاض تكلفة المعاملات وسهولة التعامل في أسواق المشتقات على القيام عمليات المراجعة والمضاربة فيما بين الأسواق الحاضرة وأسواق المشتقات، وهذه العمليات من شأنها إذابة الفروق السعرية بين هذه الأسواق، وإتاحة الفرصة للربحية من خلالها ، لذلك تتميز سوق المشتقات بمكانة كبيرة في الأسواق المالية الدولية . ولكن هل تتمتع السوق الفرنسي للعقود المشقة بمكانة كبيرة في السوق؟ وهذا ما سيوضحه لنا الجدول الموالي رقم (30) فهو يبين مكانتها من خلال نسبة مساهمتها في السوق المالي ككل.

الجدول رقم (31): يوضح نسبة المشتقات المتداولة بدلالة رسملة بورصة باريس (%)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
النسبة%	0,17	0,08	0,07	0,06	0,06	0,09	0,13	0,15	0,14	0,15	0,17	0,12	0,12

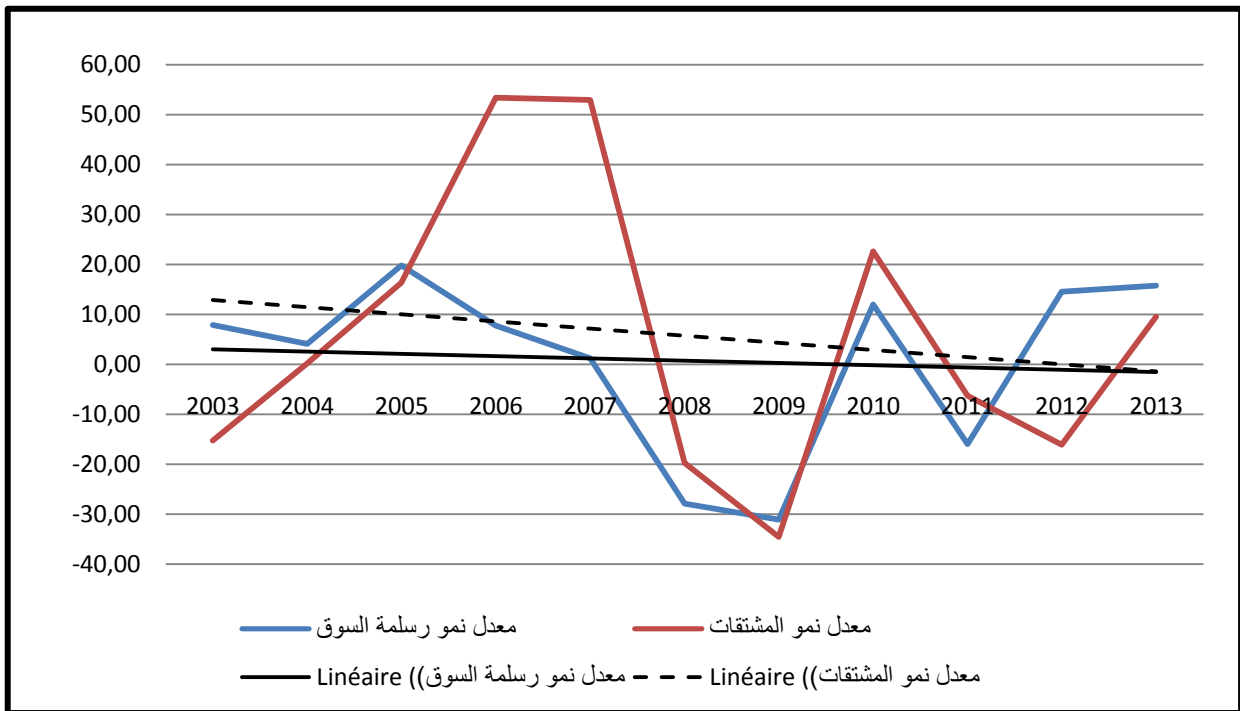
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (09)

نلاحظ من الجدول السابق أن نسبة قيم المشتقات المتداولة منخفضة جدا في السوق المالي ككل فهي لم تتعدى خلال سنوات الدراسة 0,2% من الحجم الكلي لاستثمارات السوق، والسبب في ذلك يعود لتركيز البورصة على تنمية أنشطتها من خلال أدواتها الأصلية والتقليدية أي الأسهم والسندات وعدم البحث عن طريق تطوير قطاعات نمو جديدة مثل أسواق المشتقات.

الفرع الثالث: مقارنة معدلات نمو كل من سوقي الفورية والأدوات المشتقة

سنحاول معرفة ارتباط نمو كلا السوقين ومدى تأثير وتأثر السوق الفرنسي للمشتقات بتطور القيمة السوقية لبورصة باريس، فبعدما رأينا الارتباط بين السوق الفرنسي للأسهم والسندات وبين سوقها المشتقة من حيث الانخفاض والارتفاع. ولكن هل ستعرف معدلات نموها نفس التوافق؟ هذا ما سنعرفه في هذا الجزء.

الشكل رقم (46): يوضح تغيرات معدلات نمو كل من سوقي الفورية والآجلة في بورصة باريس



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحقين رقمي (09) و(11)

خلال سنة 2004 نلاحظ أن القيمة السوقية لبورصة باريس قد تراجعت نسبة نموها قليلا عن سنة 2003 فقد كانت نسبتها حوالي 7,92% وتراجعت سنة 2004 إلى 4,08%، أما سوق المشتقات فقد كان نموها في تراجع وانخفض في قيمة التداول خلال سنتي 2003 و 2004 إلا أن نسبة هذا الانخفاض قد تراجع وارتفع حجم تداولها خلال سنة 2004. أما سنة 2005 نلاحظ تقارب في نسبة نموها معا، على عكس سنتي 2006 و 2007 فقد لاحظنا تراجع في نسبة نمو القيمة السوقية لبورصة باريس إلى 7,77% و 1,18% على التوالي، وصاحبه ثبات نسبة نمو المشتقات خلال نفس الفترة.

وخلال 2008 و 2009 ظهرت بوادر انخفاض بورصة باريس على سوق المشتقات المالية حيث نلاحظ تراجع كبير للسوقين الفوري والآجل وكان ذلك بسبب الأزمة العالمية. وارتفعت القيم السوقية لكلا السوقين خلال 2010 غير أنها انخفضت من جديد سنة 2011. أما سنة 2012 نلاحظ نمو السوق

الفوري وارتفاع القيمة السوقية أما سوق الأدوات المشتقة كانت في تراجع، وفي سنة 2013 تجاوب هذا الأخير لارتفاع السوق الفوري وارتفع هو الآخر.

ومن الشكل يمكننا ملاحظة المنحنيين الخطيين لكلا السوقين أنهما في انخفاض، ويدل ذلك على

تراجع نمو بورصة باريس ككل سواء كانت السوق الفورية أو الآجلة، كما يدل أيضا إلى ارتباطهما الشديد وتأثيرهما على بعضهما البعض. غير أن المشتقات المالية كانت أكثر نموا من الأدوات المالية الأخرى، وهذا ما يوضحه المنحنى الخطي الذي يظهره الشكل رقم (46)، فبالرغم من أن المنحنيين في تراجع غير أن منحنى المشتقات كان فوق منحنى معدلات نمو رسملة السوق.

فزيادة التدفقات المالية إلى سوق العقود المشتقة تضيف سيولة مهمة للسوق ككل، حيث اعتبر معظم خبراء الاقتصاد أن هذا أمر جيد للسوق لأن إضافة سيولة ستمكن من اكتشاف مستويات الأسعار الحقيقية واستقراره. لكن الدلائل تكشف خلاف ذلك حيث أصبحت تقلبات أسعار سوق العقود المشتقة أعلى من تلك المسجلة في أسعار السوق الفورية، وقد أدى ذلك بالكثيرين للاعتقاد بأن هذه التدفقات المالية وأنشطة المضاربين هي المسؤولة بشكل كبير عن تقلبات أسعار وتباين معدلات النمو، وكذا الرفع المالي الذي تتميز به هذه المنتجات(1).

ولكن كيف لبورصة باريس، التي كانت في طليعة أكبر 5 أسواق الأسهم العالمية في بداية سنة 2000، والتي كانت قادرة أن تصل إلى المكان المناسب لتكون الثانية في المنطقة (من حيث القيمة السوقية، وعدد من الشركات المدرجة أو حجمها) أن تتراجع بشكل كبير؟ هناك عدة عوامل تفسر هذه الظاهرة.

1. تحويل البورصات إلى التداول بأجهزة الكمبيوتر

أولاً، بدأ تأثير حركة تحويل البورصات إلى التداول بأجهزة الكمبيوتر في نهاية التسعينات، وقد أدى هذا بتطوير التبادل التقليدية باستخدام أجهزة الكمبيوتر لتداول أكثر قوة من أي وقت مضى، وأكثر قوة على نحو متزايد. وفي سباق " nanoseconde أجزاء من الثانية" سمح بظهور نشاط على تردد عالي من التداول، وصوت مصدري الأوراق المالية والمستثمرين على المدى الطويل قد حلت محلها المراجعة. واستجابة لحركة تحرير أطلقتها المفوضية الأوروبية أدت بالهجوم على التبادلات التقليدية من قبل منصات التداول الإلكترونية، وخفض من تكاليف المعاملات كثيرا. كما خضع "النموذج التجاري" في البورصات لتحويل جذري، بعدما كانت ذات مستخدم واحد إلى المساهمة في ملكية الاستثمارات. كما كان النموذج الاستراتيجي لبورصة باريس ذات النكامل الأفقي، ويعني ذلك تركيز البورصة على تنمية أنشطتها من خلال أدواتها الأصلية والتقليدية، وهذا ما أدى بتركيز أغلب الشركات على سوق الأسهم. ولكن ذلك كان

(1) سعد الله داود، تشخيص المتغيرات الجديدة في سوق النفط وأثرها على استقرار الأسعار 2008_2010، مجلة

الباحث، العدد التاسع، 2011، ص 216.

خطأ، فمثلا البورصة الألمانية قد تمكنت من تطوير قطاعات نمو جديدة مثل أسواق المشتقات (أسواق الأسهم تمثل 20% فقط من دخل البورصة الألمانية).

2. فرض الضرائب على المدخرات غير جذابة

التفسير الثاني: فرض الضرائب على المدخرات غير جذابة لتحقيق وفورات على المدى الطويل ، وعلاوة على ذلك، لم يكن لدى الفرنسيين جاذبية للأسواق المالية والبورصة ككل. فتبقى المدخرات طويلة الأجل مستثمرة بشكل كبير في مجال العقارات والتأمين على الحياة، وترك مجالاً كبيراً في استثمارات الأسهم التي تحقق مدخرات مالية للأسر . كما أن جزء مهم من الفرنسيين هجروا البورصة: في ذروة الخصخصة، فقد كان هناك 6.4 مليون مساهم في فرنسا، وبين انخفاض الأصول وفرض ضرائب كبيرة، غادر أكثر من 2.8 مليون مساهم من البورصة منذ عام 2008.

3. استراتيجيات البورصة الأوروبية ليست دائما في محلها

التفسير الثالث لهذا التراجع هو أن استراتيجيات البورصة الأوروبية ليست دائما في محلها، فلذا كان إنشاء سوق أوروبية موحدة للأوراق المالية والمتمثلة في يورونكست في حد ذاتها فكرة جيدة، لكن الفكرة كانت تعاني من خطأ استراتيجي: التفرقة بين أنشطة كل من المقاصة والإيداع المركزي. وبعبارة أخرى، قد لعبت بطاقة التكامل الأفقي (باريس وبروكسل وأمستردام، لشبونة) جيدة، وليس التكامل الرأسي (البورصة + غرفة المقاصة + الإيداع المركزي). ويوضح هذا الخطأ ضعف خلقي في يورونكست بمقارنتها وجها لوجه مع أكبر منافس لها: البورصة الألمانية، والتي اختارت من جانبها التنمية نحو أسواق المشتقات. فعلى الرغم من قيام بورصة يورونكست في عام 2002 بشراء بورصة المشتقات البريطانية LIFFE فقد كان بديلا رائعا للأسهم، ولكن التكامل لم يحم بمفعوله تماما(1).

4. هروب الشركات الفرنسية الكبرى لسوقي لندن وفرانكفورت

في سنوات 1990 وبداية 2000، كانت فرنسا تأمل في منافسة تلك المدن وهي لندن وفرانكفورت كمركز مالي. ولكن بالرغم من إنشاء سوق للمشتقات واندماجها مع اتحاد اليورونكست، ولكن اليوم أصبحت عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن هي أكثر من ضعف عدد تلك الشركات المدرجة في بورصة باريس. وتعتبر أغلب أنشطة البنوك الفرنسية تتم من خلال بورصة لندن. ففي سبتمبر مثلا، رئيس شركة النفط الفرنسية أدلى بأنه سيتم نقل 75 موظفا من فرنسا إلى لندن لأن جزء كبير 95% من أنشطتها وأسهمها يتم تداولها في بورصة لندن. كما صرح Thierry Francq الرئيس السابق لهيئة

(1) Vauplane Hubert, *Quel avenir pour Euronext après le rachat de Nyse Euronext par ICE?*, Revue-Banque, (N° 757: février 2013, Paris), pp [80, 83].

الأسواق المالية أن "أكثر من نصف معاملات أكبر الشركات الفرنسية تتم خارج فرنسا وبالتحديد في لندن". كما أن العقود المشتقة على الأسهم لفرنسية إحدى الأدوات التي يتم تداولها بسهولة أكبر في فرانكفورت منها في باريس، على الرغم من أن البنوك الفرنسية هم المشاركون الرئيسيون في هذا السوق (1).

5. بالإضافة إلى الأخطاء الإستراتيجية، الدعم النسبي للبنوك الفرنسية لمكانة بورصة باريس والبنى التحتية للسوق ومع وجودهم المكثف في لندن، ليس لديهم حافز لدعم مبادرات سوق باريس. وحتى في الوقت الحاضر، فالبنية التحتية للسوق الفرنسي ليس لديها مركز القرارات في باريس. مع وجود فوضى كبيرة التي تعتبر عائقا من الصعب على السوق الباريسية معالجة نفسها (2).

المطلب الثالث: مكانة سوق الأدوات المشتقة الفرنسية (MATIF ، MONEP)

أوروبا

يعتبر السوق الفرنسي للمشتقات إحدى فروع بورصة NYSE LIFFE، لذلك سندرس مكانتها في السوق الأوروبي وذلك بمقارنة مدى نمو كل من NYSE LIFFE و فرعها في باريس.

الفرع الأول: سوق مشتقات الاتحاد الأوروبي NYSE LIFFE

فكما ذكرنا سابقا فاتحاد NYSE LIFFE تدار من قبل مؤسسة NYSE EURONEXT وهي تظم خمسة بورصات أوروبية مهمة وهي: أمستردام، بروكسل، لشبونة، لندن وباريس. وبدأت عملها سنة 2002 بعد استحواذها على بورصة لندن للمشتقات المالية، والجدول الموالي يوضح تطور نمو القيم المختلفة للمشتقات المالية المتداولة في بورصة NYSE LIFFE.

الجدول رقم (32): يوضح حجم مختلف أنواع المشتقات المتداولة في NYSE LIFFE

من 2002 إلى 2013 مقومة باليورو

أنواع العقود السنوات	العقود المستقبلية	عقود الخيار	المجموع	نسبة النمو
2002	140,869,101,000.00	43,081,381,199.87	183,950,482,199.87	
2003	176,056,520,000.00	75,464,975,184.26	251,521,495,184.26	36,73
2004	209,269,058,000.00	74,052,003,683.33	283,321,061,683.33	12,64
2005	232,509,395,000.00	74,620,919,000.00	307,130,314,000.00	8,40

(1) The future of the Paris Bourse, France fights for its stock exchange, sur le site:

www.economist.com/news/finance-and-economics/21591194-france-fights-its-stock-exchange-trading-up; le 25/11/2014 à 22 :57

(2) Vauplane Hubert, Op. Cit, p 83.

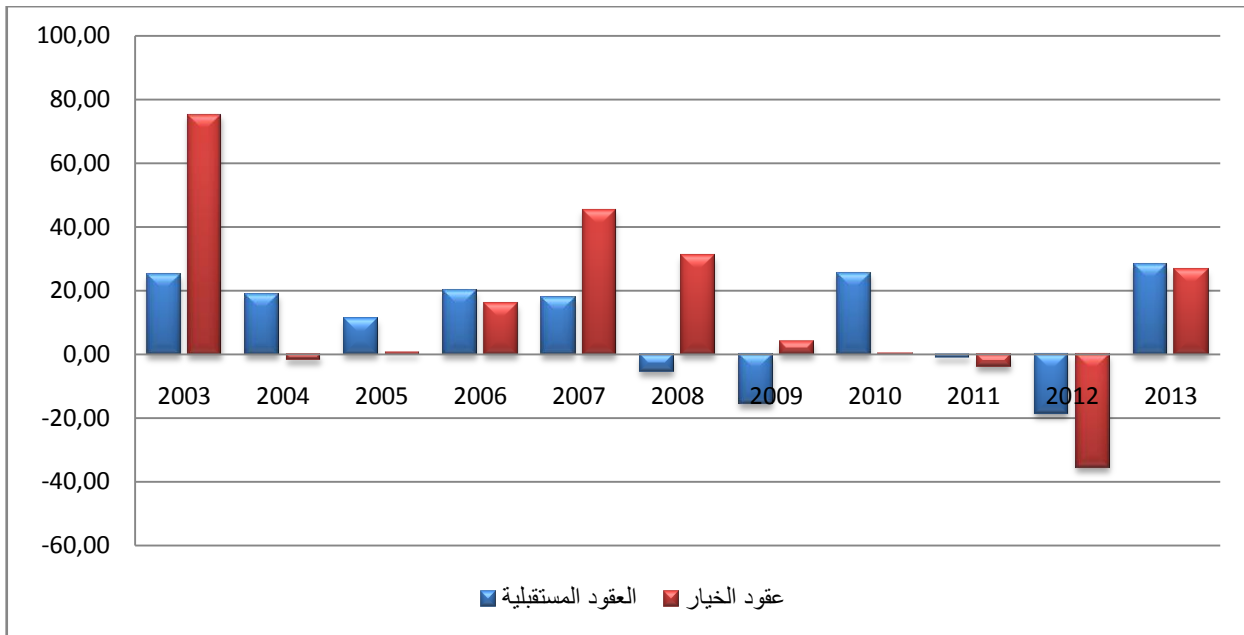
18,91	365,218,882,271.90	86,494,985,271.90	278,723,897,000.00	2006
24,33	454,078,354,111.63	125,657,986,455.63	328,420,367,656.00	2007
4,60	474,987,264,369.95	164,611,745,250.95	310,375,519,119.00	2008
-8,77	433,339,898,175.40	171,283,339,149.99	262,056,559,025.41	2009
15,61	500,972,007,059.39	172,086,048,494.75	328,885,958,564.65	2010
-2,03	490,779,378,914.46	165,393,799,646.68	325,385,579,267.78	2011
-24,27	371,663,615,198.45	106,698,660,707.72	264,964,954,490.73	2012
27,64	474,397,296,195.73	135,208,921,740.90	339,188,374,454.83	2013

Source: NYSE EURONEXT SA.

ومن الجدول يمكننا استخراج الشكل رقم (47) والذي يوضح معدل تغيرات في نمو حجم تداول الأدوات المشتقات في بورصة NYSE LIFFE.

الشكل رقم(47): يوضح معدل نمو قيم المشتقات المتداولة في NYSE LIFFE من 2002 إلى

2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (32)

من الشكل رقم (47) يمكننا ملاحظة بأن قيم العقود المستقبلية أكبر من عقود الخيار، فقد سجلت بورصة NYSE LIFFE نموًا للمشتقات المالية بشكل مستمر خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى غاية 2008، وكانت أكبر قيمة متداولة للمشتقات خلال هذه الفترة كان سنة 2008 فقد وصل إلى أكثر من 474 مليار يورو، غير أن العقود المستقبلية شهدت انخفاضًا خلال سنة 2008 بنسبة تقارب 5,47% على غرار عقود الخيارات التي ارتفعت خلال نفس السنة بنسبة 31%. أما خلال الفترة 2009 إلى غاية

2013 فنلاحظ تذبذب في حجم المشتقات المالية، وذلك بسبب الأزمات المالية المتعاقبة التي مر بها الاتحاد الأوروبي من الأزمة العالمية 2008 إلى أزمة اليورو، فقد سجلت بورصة NYSE LIFFE أكبر حجم تداول للمشتقات خلال هذه الفترة سنة 2010 فقد وصل إلى أكثر من 500 مليار يورو، غير أنها لم تدم إلى أن انخفضت سنة 2012 إلى 371 مليار يورو أي بنسبة (24,27%) وتعتبر أكبر نسبة انخفاض منذ نشأتها من خلال الاندماج.

وتعتبر العقود المستقبلية من أكبر العقود قيمة في البورصة غير أن نموها لم يكن مستقرا فقد كان يرتفع وينخفض من سنة إلى أخرى، وكان أكبر نمو شهده هذا العقد كان سنة 2013 وذلك بنسبة 28,01% أما أكبر انخفاض شهدته العقود المستقبلية كان سنة 2012 وذلك بنسبة (18,57%). ونفس الشيء بالنسبة لعقود الخيار هي أخرى كانت نموها متذبذبا وأكبر نمو حققته الخيارات في بورصة NYSE LIFFE كان سنة 2003 وكان بنسبة 75,17% أما أكثر انخفاض له كان سنة 2012 بنسبة (35,49%).

الفرع الثاني: مكانة سوق MATIF و MONEP أوروبيا

يمكننا دراسة مكانة السوق الفرنسي للمشتقات المالية من خلال من خلال نقطتين مهمتين وهما مدى مساهمة حجم الاستثمارات الفرنسية في العقود المشتقة داخل بورصة NYSE LIFFE، ومقارنة نموها ونمو سوق الاتحاد خلال الفترة الممتدة من بداية الاتحاد إلى غاية سنة 2013.

أولا. تغير نمو العقود المشتقة الفرنسية بدلالة المشتقات بورصة NYSE LIFFE

إن مساهمة استثمارات سوق المشتقات الفرنسي في بورصة NYSE LIFFE يوضحه الجدول الموالي الذي يوضح نسب عقود المشتقات الفرنسية داخل بورصة NYSE LIFFE حسب الأصول محل العقود المتداولة في بورصة باريس، ويعود ذلك لتعدد المشتقات في السوق المشتركة ففيها العديد من الأنواع التي لا يتم تداولها في بورصة باريس من بينها العقود المشتقة على معدلات الفائدة، العقود المشتقة على عملات الأجنبية، عقود المبادلة...

الجدول رقم(33): يوضح نسبة المشتقات المتداولة في بورصة باريس بدلالة المشتقات المتداولة

في NYSE LIFFE حسب الأصول محل العقد (%)

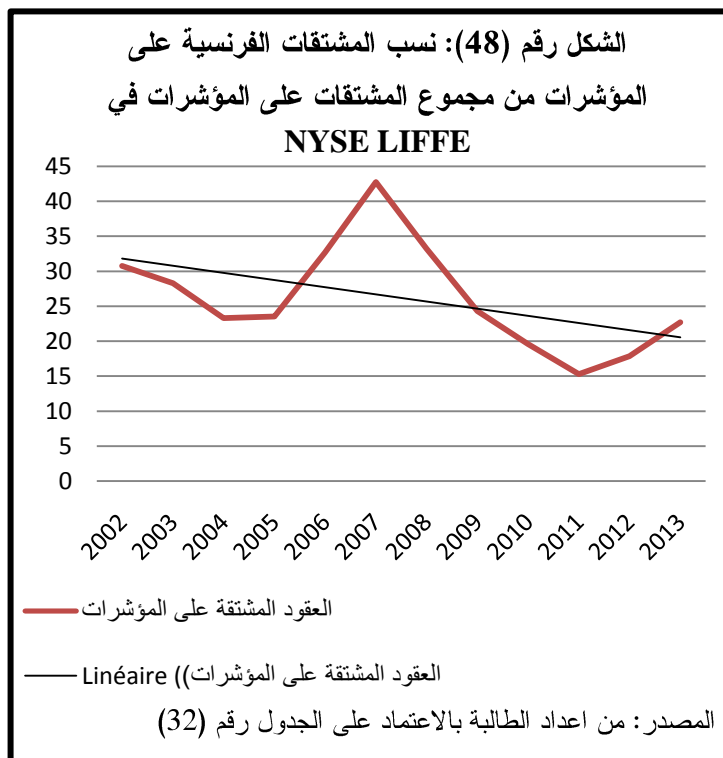
نسبة المشتقات السنوات	العقود المشتقة على الأسهم	العقود المشتقة على المؤشرات	العقود المشتقة على السلع
2002	28.43	30.75	5.59
2003	23.62	28.27	6.02
2004	22.50	23.28	6.23
2005	13.04	23.53	5.74
2006	11.57	32.66	1.99

15.01	42.76	11.75	2007
19.32	33.22	7.19	2008
16.70	24.28	13.02	2009
28.34	19.58	15.94	2010
33.68	15.27	11.58	2011
49.19	17.83	13.45	2012
37.39	22.70	11.20	2013
18.77	26.18	15.27	متوسط النسب خلال 12 سنة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (11) والجدول رقم (32)

من الجدول نجد أن متوسط النسب خلال فترة الدراسة للعقود المشتقة على المؤشرات كانت أكبر النسب وذلك بنسبة 26,18% من مجموع المشتقات المالية على المؤشرات في بورصة NYSE LIFFE، ثم نجد أن نسبة العقود المشتقة على السلع في الدرجة الثانية وذلك بنسبة 18,77% من مجموع العقود على السلع. أما العقود على الأسهم كانت من أقل النسب وذلك بنسبة 15,27%. ويمكن توضيح الجدول من خلال المخططات رقم (48)، (49) و(50).

I. العقود المشتقة على المؤشرات: وتعتبر من العقود الأكثر تداولاً في بورصة NYSE LIFFE ككل وفي بورصة باريس خاصة ومن أكثر الأدوات جاذبية للمستثمرين، فقد كان متوسط النسب خلال



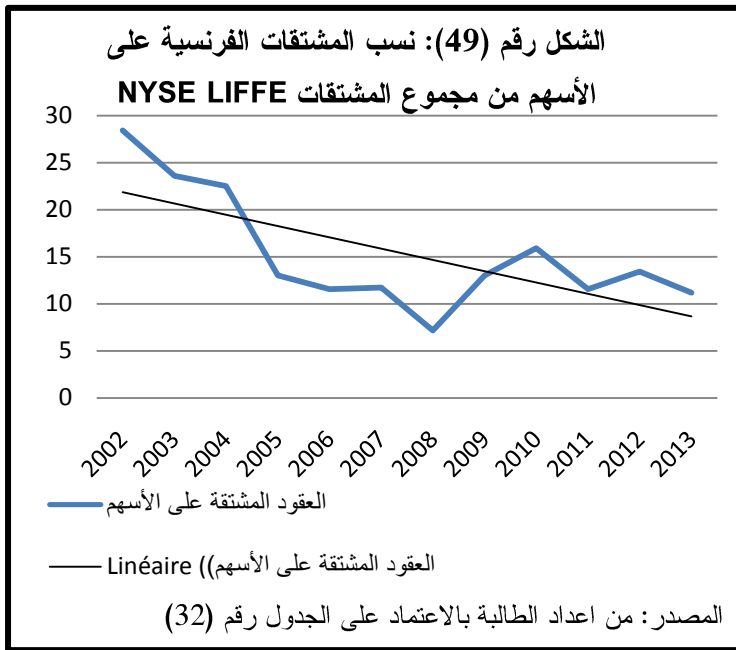
فترة الدراسة 26,18%. خاصة العقود المشتقة على مؤشر CAC40، ومن الشكل نلاحظ المنحنى الغير الخطي الذي يمثل نسب العقود المشتقة الفرنسية على المؤشرات بدلالة مجموع العقود المشتقة على المؤشرات المتداولة في بورصة الاتحاد NYSE LIFFE. فنسبتها بداية الاندماج سنة 2002 تمثل 30,75% وهي نسبة لا بأس بها ونعلم أن بورصة NYSE LIFFE هي بورصة مكونة من 05 بورصات أخرى، إلا أن هذه النسبة بدأت في الانخفاض خلال الفترة من 2002 إلى غاية 2004 فقد وصلت هذه

النسبة خلال 2004 إلى 23,28%. إلا أنها بدأت نسبتها ترتفع بعدها لتصل إلى 42,76% سنة 2007

وفاقت ثلث القيم واقتربت للنصف وهي جيدة نوعا ما. ولكن بعد الأزمة بدأت هذه النسبة في الانخفاض وقد شهدت أكبر انخفاض لها كان سنة 2011 فقد وصلت نسبتها إلى 15,27%. وتعود من جديد لاستعادة مكانتها في السوق وبدأت بالارتفاع لتصل نسبتها سنة 2013 إلى 22,70%. والمنحى الخطي الذي يظهره الشكل الذي يوضح اتجاه نمو نسبة تداول العقود المشتقة الفرنسية على المؤشرات بدلالة المشتقات الكلية المتداولة في بورصة NYSE LIFFE، نلاحظه في تراجع وهذا ما يبين أن نسبة هذه العقود على العموم في انخفاض، أي أن مكانة هذا النوع من العقود أوروبيا في تراجع نتيجة لتذبذب الكبير.

II. العقود المشتقة على الأسهم: كانت تمثل نسبتها 15,27% من مجموع نسب الأدوات المشتقة

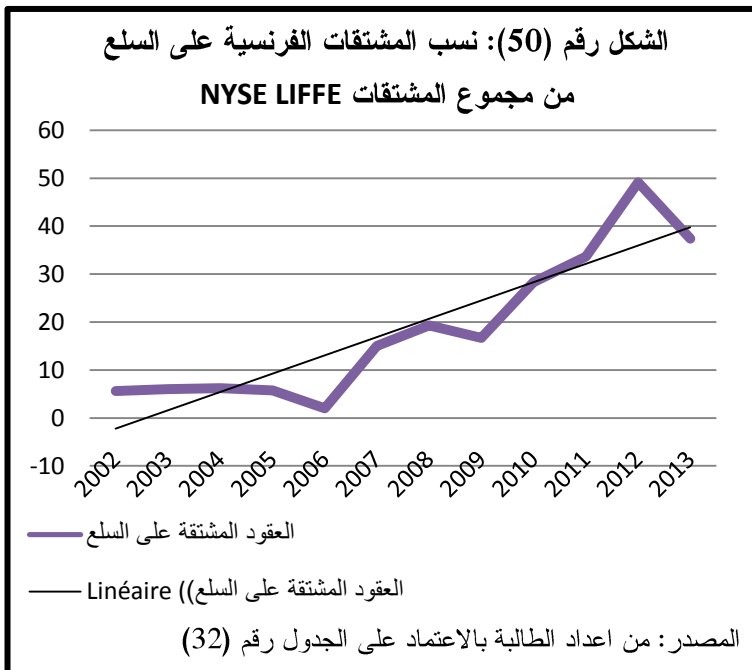
على الأسهم، وهي نسبة صغير وذلك لعراقة وأهمية المؤسسات الفرنسية. فمن خلال الشكل رقم (49) في 2002 كانت نسبتها تتراوح 38,43% إلا أنها تراجعت تدريجيا إلى أن وصلت إلى 7,19% سنة 2008. ارتفعت بعدها ووصلت نسبة مساهمتها سنة 2010 إلى 15,94%، وانخفضت سنة 2011 ثم ارتفعت 2012 وانخفضت 2013. ويدل ذلك على خسارة بورصة باريس ما يقارب 70,86% من حصتها في بورصة



NYSE LIFFE. أما منحنى الاتجاه الخطي في تراجع كبير وهذا نتيجة الانخفاض الكبير في نسبة مساهمة العقود المشتقة الفرنسية على الأسهم.

III. العقود المشتقة على السلع: نسبتها في بداية الاندماج كانت حوالي 5,59% استقرت النسبة في

سنواتها الأولى ثم انخفض خلال سنة 2006 إلى 1,99% وهي نسبة ضئيلة جدا، غير أن نسبتها قفزت وارتفعت خلال سنتي 2007 و 2008 لتصل إلى 19,32%، فبالرغم من تراجع قيمتها قليلا سنة 2009 إلا أنها عاودت في الارتفاع لتصل إلى قممها سنة 2012 وذلك بنسبة 49,19% أي نصف قيمة التداول للمشتقات على السلع في بورصة



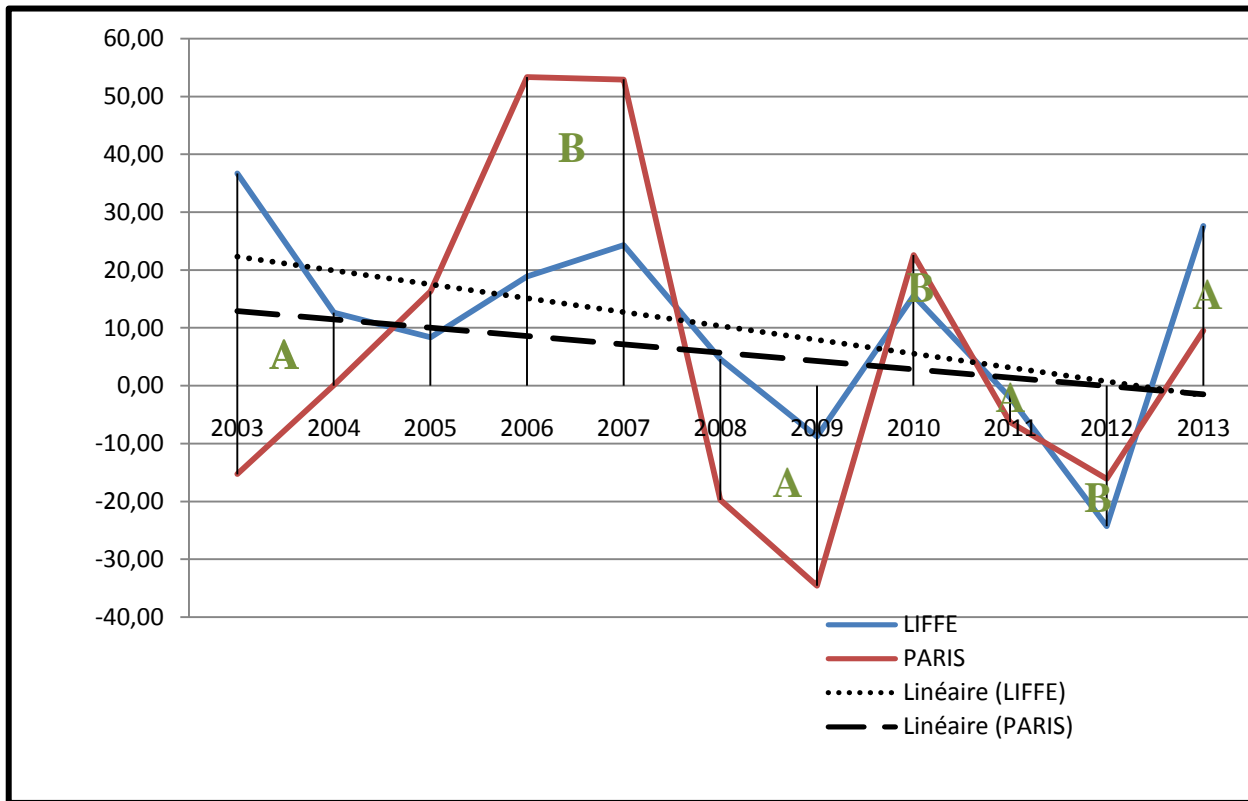
NYSE LIFFE كانت من نصيب بورصة باريس، ثم انخفضت من جديد سنة 2013 إلى 37,39%. وعلى العموم نلاحظ ارتفاع في نسبتها خلال سنوات الدراسة وهذا ما يظهره منحنى الاتجاه الخطي وبشكل كبير فقد كانت نسبتها لا تتجاوز 5,56% غير أنها ارتفعت لتصل سنة 2013 إلى 37,39% وكانت نسبة ارتفاع نسبة القيم المستثمر في السوق الفرنسي في الأدوات المشتقة على السلع حوالي 568,87% أي تضاعفت خمس مرات ونصف خلال هذه الفترة.

ثانياً. مقارنة نمو القيم لكلا السوقين

وهنا ندرس مدى تطور ونمو السوق الفرنسي للمشتقات المالية من خلال مقارنتها مع نسب نمو سوق NYSE LIFFE، ويمكننا توضيح ذلك من خلال المنحنى المبين في الشكل رقم (53).

الشكل رقم (51): يوضح مقارنة نمو قيم المشتقات المتداولة بين سوقي الفرنسي و NYSE

LIFFE من 2003 إلى 2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (33) والملحق رقم (11)

نلاحظ من خلال المنحنى وجود ستة نقاط مهمة وهي نقاط تقاطع المنحنيين والتي تتمثل في تساوي معدلات النمو للسوقين وذلك خلال سنوات: 2004، 2007، 2009، 2010، 2011 و 2012، في حين تكون نسبة نمو سوق باريس للمشتقات أكبر من نسبة نمو سوق NYSE LIFFE أو العكس خلال باقي السنوات.

- من خلال المنحنى تظهر زيادة نمو سوق باريس للمشتقات أكبر من نسبة نمو سوق NYSE LIFFE (المساحات B)، إذ هناك فترات يكون فيها نمو الذي يشهده سوق باريس للمشتقات أكبر من نمو

سوق الاتحاد الأوروبي، وكان ذلك خلال الفترات من النصف الثاني 2005 إلى غاية نهاية الثلاثي الثاني من سنة 2008 إذ كان أكبر نمو للمشتقات باريسية سنة 2006 وذلك بنسبة 53,4% بينما بورصة NYSE LIFFE كان نموها بنسبة 18,91%، و الفترة من الثلاثي الأخير لسنة 2010 إلى نهاية الثلاثي الثاني من سنة 2011 وكان نموها خلال سنة 2010 بحوالي 22,61% أما NYSE LIFFE كان نسبة نموها حوالي 15,61%، ونهاية الثلاثي الأول من سنة 2012 إلى نهاية الثلاثي الأول من سنة 2013 وهنا كان نمو كلا السوقيين في تراجع فقد بلغ نمو المشتقات باريسية خلال سنة 2012 حوالي (16,10%) بينما بورصة NYSE LIFFE فكان بحوالي (24,27%).

- من خلال المنحنى تظهر زيادة نمو سوق NYSE LIFFE أكبر من نسبة نمو سوق باريس للمشتقات (المساحات A)، ويكون ذلك عندما تكون بورصة NYSE LIFFE أكبر من نمو بورصة باريس للمشتقات، وذلك في الفترات من بداية الاندماج إلى نهاية المنتصف الأول من سنة 2005 وكان أكبر نسبتها خلال سنة 2003 وذلك بنسبة 36,73% أما المشتقات الفرنسية فقد كان نموها في تراجع وذلك بنسبة (15,29%)، والفترة من نهاية المنتصف الأول من سنة 2008 إلى غاية نهاية الثلاثي الثاني من سنة 2010 وخلال هذه الفترة كان كلا السوقيين نموها في تراجع إذ كانت نسبة نمو سوق الاتحاد خلال سنتي 2008 و 2009 حوالي 4,6% و (8,77%) على التوالي أما بورصة باريس فكان نموها (19,76%) و (34,58%) على التوالي، والفترة خلال الثلاثي الأخير من سنة 2011 وخلال الثلاثي الأول من سنة 2012 هي الأخرى كانت فترة فتور وتراجع السوقيين فكانت نسبة نمو كلا السوقيين خلال سنة 2011 (2,03%) و (6,28%)، والفترة الأخيرة كان خلال النصف الأخير من سنة 2013 وخلال هذه الفترة تعود كلا السوقيين لارتفاع نموها من جديد غير أن نسبة نمو السوق NYSE LIFFE أكبر من نسبة نمو بورصة باريس فقد كانت نسبة نمو كلا السوقيين على التوالي خلال سنة 2013 حوالي 27,64% و 9,56%.

- وعموما نلاحظ تراجع في سوق المشتقات الاتحاد الأوروبي ككل وكذا السوق الفرنسي للمشتقات خاصة بعد الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية للاتحاد الأوروبي. ومن خلال منحنى الاتجاه الخطي لكلا السوقيين نلاحظ انخفاض نمو السوقيين عموما، غير أن المنحنى الخطي لبورصة NYSE LIFFE يظهر أن متوسط نموه أكبر من متوسط نسب نمو سوق باريس للمشتقات.

- ونلاحظ أيضا أن نسب نمو المشتقات الفرنسية كانت جيدة وأكبر من نسب نمو مشتقات NYSE LIFFE في بعض الأحيان خاصة في سنوات رواجها، كما نلاحظ أنه في الأغلب كانت نسب نمو كلا السوقيين في اتجاه واحد إذا ارتفعت بورصة NYSE LIFFE كانت سوق باريس للمشتقات هي الأخرى ترتفع والعكس صحيح، ويعود ذلك لعدة أسباب أهمها هيكلية وإهمال إدارة البورصة بتطوير أعمالها وذلك ما أدى لعدم استطاعتها لمواجهة الضربات والتي كانت موجعة في أكثر من الفترات، خاصة الفترات الأخيرة فقد حاولت بورصة اليورونكست جاهدة تطوير بورصاتها من خلال اندماجين الأول كان سنة

2007 مع شركة NYSE والثاني في ديسمبر 2012 مع شركة ICE، إلا أن بورصة باريس كانت تتراجع في كل اندماج.

خلاصة الفصل

شهد السوق الرأس مالي فرنسي تطورا كبيرا بفعل الإصلاحات التي شرعت الحكومة الفرنسية في تطبيقها وكان الهدف من ذلك رفع القدرة التنافسية للمؤسسات الفرنسية في مواجهة الشركات الأجنبية، وقد عرفت منذ نشأها ظهورا متزايدا للعديد من المنتجات المالية الجديدة والمتطورة: Trackers، Certificats و Warrants. وقد رافق هذا التنوع في المنتجات اتساع وكثرة الأسواق الفرعية فعدا عن أقسام السوق الرئيسية متمثلة في الأوروليست بأقسامه الثلاثة، الألترنكست، السوق الحرة، نجد أيضا أسواقا للمشتقات أهمها Matif & Monep. ونتيجة للتطور الذي حققته بورصة باريس جعلها تعد من أهمل بورصات الأوروبية وأحد أهم الأطراف المكونة لاتحاد الأسواق المالية الأوروبية EURONEXT الذي كان يهدف إلى بناء سوق متكامل ويتمتع بالسيولة ولتخفيض التكاليف لمستخدميها، ونتيجة للتشابه في الهياكل القانونية للشركات والأسواق سهلت عملية الاندماج.

ومن جهة أخرى الأسواق Matif & Monep والتي أصبح يطلق عليها بعد الاندماج NYSE LIFFE DE PARIS، والتي تقدم مجموعة كبيرة من المنتجات المشتقة التي تهدف إلى التغطية ضد المخاطر التي يتعرض لها بورصة باريس. بالإضافة إلى ذلك لا يعتبر هذا السوق كوسيلة للتحوط ضد مخاطر السوق فقط، ولكنها تقدم أيضا فرصا هائلة لعمليات المضاربة و المراجعة. ويعتبر تنظيم وتشغيل هذا البورصة توفر القدر الكبير من الأمن والشفافية وذلك لوجود المقاصة التي تحد من مخاطر فشل أطراف العقد من خلال أدوات مثل ودائع الضمان، طلبات الهامش، وحساب الحدود اليومية على تقلبات الأسعار.

كما نود أيضا أن نوضح بأن هذين السوقين MATIF و MONEP لم يعد لهما وجود قانوني، كونها اندمجت وتم استيعابها من قبل NYSE LIFFE وأصبحت إحدى الفروع التابعة التي تدير شركة NYSE Euronext de Paris، ولكن تم الاستعانة بهما للتوضيح وتسهيل الدراسة.

ومن خلال دراستنا للمشتقات المالية الفرنسية وحجم تداولها فقد سجلت نمواً لا بأس بها بعد اندماجها وتشكيل اليورونكست، إلا أنها عرفت السنوات الأخير انخفاض ملحوظ في حجم البورصة عامة والمشتقات المالية خاصة، وذلك بسبب توالي الأزمات المالية وانهيار الكثير من الشركات العالمية التي كانت تمول الأسواق المالية الفرنسية والأوروبية. كما أسفرت المقارنة بين نموها ونمو بورصة باريس على كونها مرتبطين ويؤثران على بعضهما البعض، غير أن المشتقات المالية كانت أكثر نمواً من الأدوات المالية الأخرى ذلك نتيجة للرفع المالي التي تتميز به هذه الأدوات.

أما المقارنة التي أجريناها مع بورصة NYSE LIFFE من خلال نقطتين مهمتين وهما مدى مساهمة حجم الاستثمارات الفرنسية في العقود المشتقة داخل بورصة NYSE LIFFE، ومقارنة هذا النمو مع نمو سوق الاتحاد خلال الفترة الممتدة من بداية الاتحاد إلى غاية سنة 2013. فالمقارنة الأولى أسفرت على تراجع في نسبة مساهمة كل من الأدوات المشتقة على الأسهم والمؤشرات في بورصة اليورونكست وارتفاع كبير في نسبة مساهمة العقود القائمة على السلع. أما من المقارنة الثانية نستنتج أنه هناك علاقة طردية في أغلب الأحيان، غير أن نسب نمو المشتقات الفرنسية كانت جيدة وأكبر من نسب نمو سوق NYSE LIFFE في بعض الأحيان خاصة في سنوات رواجها، غير أنه إذا تراجع نمو بورصة باريس للمشتقات فتنخفض نسب نموها انخفاضاً كبيراً، ويعود ذلك لعدة أسباب أهمها هيكلية وإهمال إدارة البورصة بتطوير أعمالها وذلك ما أدى لعدم استطاعتها لمواجهة الضربات والتي كانت موجعة في أكثر من الفترات، خاصة الفترات الأخيرة فقد حاولت بورصة اليورونكست جاهدة تطوير بورصاتها من خلال اندماجين الأول كان سنة 2007 مع شركة NYSE والثاني في ديسمبر 2012 مع شركة ICE، إلا أن بورصة باريس كانت تتراجع في كل اندماج.

الغائمة العامّة

كان النفور من المخاطرة دائما مصدرا للابتكار من جانب المستثمرين، ففي القرن 19 وضعت صيغ للتحوط ضد تقلبات الأسعار المنتجات الأولية (الذرة، القمح، الشوفان، السكر، القهوة...)، أما الآن بالإضافة للسلع الزراعية فهي تغطي الذهب، الفضة، النفط والغاز الطبيعي، ... والمنتجات المالية بالطبع. وبفضل أسواق المنتجات المشتقة يمكن للمستثمر التحوط بسهولة ضد تغيرات في أسعار الأصول، العملة، معدلات الفائدة، السندات ومؤشرات الأسهم. وهذا هو السبب الذي ظهرت لأجله المشتقات المالية بعدها تطورت وأصبحت تستخدم للمضاربة والمراجحة أيضا. ولكن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات، وسرعة انتشار استخدامها بهدف المضاربة في الأسواق المالية من طرف مختلف المتعاملين، أدى إلى تزايد وتنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها، أدى ذلك إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان.

ويتم تصميم وتقديم وتعدد المشتقات المالية على ضوء العديد من المتغيرات البيئية والتي تتسم بالتغير وعدم الاستقرار، ويأتي في مقدمة هذه المتغيرات البيئية سلوك المستثمر وما يتعلق باتجاهاته والتطور في رغباته واحتياجاته وتفضيلاته الأمر الذي أدى إلى وجود تطور هائل وسريع في الأدوات المالية المشتقة وأساليب التعامل لكي تساير التطور في رغبات المستثمرين.

ولقد شهدت المشتقات هجوما مستمرا عليها باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها. و مما لا شك فيه أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور، والتي تعرضت لها مجموعة من المؤسسات، قد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات. في حين أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر. ويتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات الاحتياط فحسب، وإنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات.

إن ما تفعله المشتقات المالية في أسواق رأس المال من خلال المروجين لهذه المعاملات وابتكار أدوات معقدة قام بتصميمها المهندسون الماليون تلبية لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية الدولية، وأصبحت المخاطرة تباع وتشترى في الأسواق، وهكذا نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي على حساب القطاع الحقيقي وحل صنع النقود محل صنع السلع واستولت الفائدة على دور الربح في النشاط، ولم يعد الاقتصاد الرمزي والائتماني مرتبطا بالاقتصاد الحقيقي للسلع والخدمات حيث بلغ حجم التداول الائتماني و الرمزي 75% من حجم المبادلات العالمية في عام 2007 (بداية الأزمة الحالية) بينما احتفظ حجم التداول الحقيقي بنسبة 25 % فقط و هذا بفعل المشتقات المالية.

نتائج الدراسة

مما سبق يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها من دراستنا في النقاط التالية:

1. أدى التطور التكنولوجي السريع إلى التأثير على الأسواق المالية من خلال التغيير الذي مس طرق التداول وأنواع المنتجات المتداولة في السوق بما يكفل التقليل من تكاليف المعاملات والسرعة والدقة في التنفيذ. وتعتبر درجة كفاءة الأسواق معياراً لقدرتها على تأدية وظائفها، ولن تتحقق هذه الكفاءة إلا إذا قامت السوق بعكس المعلومات الوافدة إليها وتوقعات خبرائها في أسعار التداول اليومية.
2. على الرغم من الحجم الكبير للقيمة الاسمية المشتقات المالية على المستوى العالمي والتي تساهم في رفع القيمة الاسمية لسوق رأس المال، إلا أنها لا تسير جنباً إلى جنب مع النشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر، وبذلك فهي تعتبر كفاءة اقتصادية.
3. هناك أربعة أنواع رئيسية متمثلة في العقود الآجل، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة، وكل منها لها طريقتها في الاستخدام والتداول والتسعير أيضاً غير أن هدف استراتيجياتها نفسها فهي إما للتحوط أو المضاربة أو المراجعة.
4. شهدت الأسواق المالية الفرنسية تطوراً كبيراً خاصة بعد الإصلاحات التي شهدتها مما جعلها من أفضل الأسواق الأوروبية، وهذا ما ساعدها على الاتحاد مع عدد من البورصات الأوروبية وكانت من أكبر المساهمين فيها. ويتم تنظيم السوق المالي الفرنسي من خلال مؤسستان مهمتان وهما : شركة اليورونكست والتي تدير تداول الأوراق المالية، وهيئة السوق المالية (AMF) وهي ناتجة عن الاندماج من CMF، COB و CDGF وهي المسؤولة عن التحقق من المعلومات المنشورة من قبل الشركات المصدرة وتضمن أن كل فئة من فئات المستثمرين يمكنها الحصول على نفس المعلومات، كما أنه تحدد وتفرض لوائح الأوراق المالية.
5. على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تميزت بها سوق المشتقات الفرنسي بين باقي الأسواق خاصة الأوروبية منها، فقد حققت نمواً لا بأس به حتى بعد اندماجها، إلا أنها عرفت في السنوات الأخير انخفاض ملحوظ في حجم البورصة عامة والمشتقات المالية خاصة. كما تراجعت نسبة مساهمتها في تمويل الاتحاد الأوروبي اليورونكست، ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى إدارة البورصة التي لم توفر المناخ المناسب لجذب المستثمرين.

6. من خلال دراستنا توصلنا الى ترابط السوقيين الفرنسيين الآجل والفوري، غير أن المشتقات المالية الفرنسية كانت أكثر نموا من الأدوات المالية الأخرى ذلك نتيجة للرفع المالي التي تتميز به هذه الأدوات.
7. من خلال الدراسات التي أجريت على بورصة باريس ككل نلاحظ تراجع ملحوظ في مردودية السوق الفرنسي ويعود ذلك لعدة أسباب وأهمها تأثير حركة تحويل البورصات إلى تبادل بأجهزة الكمبيوتر، وفرض الضرائب مرتفعة وتفرض كذلك على المدخرات غير جذابة، كما يعود التراجع أيضا في استراتيجيات البورصة الأوروبية التي ليست دائما في محلها وعدم التركيز في البحث على مجالات نمو جديدة مثل المشتقات بالإضافة إلى هروب الشركات الفرنسية الكبرى خارج بورصة باريس.

نتائج اختبار الفرضيات

1. إذ أثبتت الدراسات بأن الهندسة المالية من خلال مستخرجاتها وأهمها المشتقات المالية ساعدت على توفير السيولة ونقل المخاطر المختلفة مما ساهم في وزيادة عمق السوق التي تمثل أهم خصائص كفاءة الأسواق المالية والتي تعتبر بدورها أحد أهم المعايير التي تحدد مدى تقدم السوق المالي. ومن خلال هذه النتيجة فإنه يمكننا قبول الفرض الأولى والتي تنص على: "كان لاستخدام المشتقات المالية دور في رفع كفاءة أسواق رأس المال".
2. بالرغم من أن المشتقات المالية تعتبر أداة للتحوط من المخاطر، إلا أن سوء استخدامها والتمادي في شرهها وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها وخطورتها إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة جعلها بدلا من المحافظة على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كل حسب قدرته على تحملها أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر وتساهم بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى لهذه الأزمة والتي أدت إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية. وبالتالي نؤكد صحة الفرضية الثانية وتتمثل في: "تستخدم المشتقات المالية كأداة للربح، التغطية والتحوط ضد مخاطر سوق رأس المال إلا أنها تتمتع بقدر كبير من المخاطرة، إذ أنها كانت إحدى أهم الأسباب التي ساهمت في انتشار الأزمات المالية".
3. شهدت صناعة المشتقات المالية منذ ظهورها نموا كبيرا ومتسارعا، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية المشتقة لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذا على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات. ويعود السبب الرئيسي في ذلك لخصائص المميزة لهذه الأدوات المالية، وخاصة

الرافعة المالية التي تتميز بها التي تساعد على تحقيق إما أرباح أو خسائر عالية تفوق بمرات الأرباح أو الخسائر الناجمة عن التعامل في الأدوات المالية التقليدية . ومن واقع هذه النتيجة تؤكد صحة الفرضية الثالثة والتي تنص على: " تعد المشتقات المالية بمختلف أنواعها صورة من صور الأدوات المالية المبتكرة، وقد ظهرت لإشباع حاجات لا تقدمها الأدوات المالية التقليدية والتي يتم تداولها في أسواق رأس المال الآجلة"

4. يعتبر سوق المشتقات الفرنسي ضمن مستوى المنافسة العالمي خاصة في مجال العقود حول (الأسهم والمؤشرات) والمستوى الأوروبي في مجال مشتقات السلع، فقد تكون مساهمة المشتقات المالية الفرنسية في بورصة باريس ضئيلة غير أن مساهمتها على مستوى سوق المشتقات للاتحاد الأوروبي كانت لا بأس بها. وبالرغم من المشاكل التي تعاني منها سوق رأس المال الفرنسي إلا أن سوق المشتقات كان يتميز بفترات رواج خاصة العقود القائمة على السلع والمؤشرات، ففي بعض من السنوات كان نموها يفوق نمو بورصة باريس وسوق المشتقات للاتحاد الأوروبي. ونتيجة لذلك تؤكد صحة الفرضية الثالثة والتي تنص على: "يعتبر استخدام سوق رأس المال الفرنسي للأدوات المشتقة ذات أهمية كبرى في تطوير أدائها".

التوصيات المقترحة

وبناء على جملة النتائج المستخلصة يمكن أن نقدم بعض التوصيات التالية:

1. يجب اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تستهدف إصلاح نظام المشتقات والتي تشمل تشجيع لجوء البائعين والمشتريين لهذه العقود إلى التعامل في الأسواق الرسمية لهذه المشتقات بدلاً من الممارسات الحالية باستخدام الأسواق غير الرسمية للحد من المخاطر الناجمة عنها، إذ يتم حالياً تداول عقود بمليارات الدولارات لهذه المشتقات بمجرد فاكس يرسل من طرف إلى آخر دون أن تدري الأسواق الرسمية عنه شيئاً. كما يجب تعزيز مستويات الشفافية لهتل هذه العقود، لمنع العدد المحدود من البنوك الدولية التي لا يتجاوز عددها ستة بنوك حالياً التي تسيطر على هذه المعاملات في العالم، من أن تعقد مثل هذه العقود وتبادلها فيما بينها بصورة خاصة، ويعطي الفرصة للتدخل المبكر لمواجهة احتمالات انطلاق أي أزمة يمكن أن تتجم عنها.

2. نظراً لأن الاستفادة من مزايا المشتقات أو تكبد خسائر نتيجة التعامل بها هو أمر يتوقف على كيفية استخدامها كوسيلة لتخفيض المخاطر أو كأداة للمضاربة، لذا فيجب أن يتوافر للتعامل في المشتقات في

السوق وجود تنظيم داخلي بالبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر ، ووضع الضوابط الرقابية الملائمة مثل وضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات . وكذا التزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في المشتقات ، ورفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها .

3. يجب على إدارة السوق المالي الفرنسي إعادة هيكلة إدارتها و تطوير أعمالها، وكذا تحديث طرقها لبحث ومعرفة الشركات الأكثر استثمارا واستقطابها لإنعاش بورصة باريس وإحاقها بباقي البورصات الأوروبية التي أخذت النصيب الأكبر من الاستثمارات الموجهة للسوق المالي الأوروبي، وذلك ب تحرير القيود على كل المعاملات المالية وتخفيض الضرائب على الأسهم لجذب المستثمرين والاستثمارات الأجنبية إليها، وإعادة رفع نسبة مساهمتها في الاتحاد الأوروبي.

آفاق البحث

1. تطوير أسواق المشتقات المالية بالاعتماد على الشريعة والمبادئ الإسلامية
2. يساعد إدراج المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية على تطويرها والرفع من أدائها
3. إمكانية استخدام الأسواق المشتقة لأدوات مالية أقل خطورة مع تحقيق عوائد مالية.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. أبو موسى، رسمية احمد، الاستثمار في الأوراق المالية الأسواق المالية النقدية، (دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2005).
2. أحمد، بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، (دار الجوزي، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2005)
3. أرشيد، فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، (دار المسيرة، عمان، 2004)
4. أسامة، عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، (دار حامد، عمان، 2010).
5. أشرف، شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، (هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات المتحدة العربية، 2005)
6. أندراوس، عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005).
7. أوجين، بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب: سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية-النظرية والتطبيق العلمي - (دار المريخ، الرياض).
8. جبار، محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية الجزء الثاني، (دار هومة للطبع، الجزائر، 2002).
9. الجمل، جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية و النقدية، (دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2002).
10. حاكم محسن، الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، (دار اليازوري، الأردن، 2010)
11. حسين، بني الهاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة - (دار الكندي، الأردن، 2002)،
12. حسين، عصام، أسواق الأوراق المالية (بورصة)، (دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008).
13. الحناوي، محمد صالح والآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، (الدار الفكر الجامعي، مصر، 2007).
14. الحناوي، محمد صالح والآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، (الدار الجامعية، مصر، 2004).

15. الحناوي، محمد صالح والآخرين، الاستثمار في الأوراق المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2002).
16. الحناوي، محمد صالح والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007).
17. حنفي، عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2003).
18. حنفي، عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات - ، (الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003).
19. داغر، محمود محمد، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات - (دار الشروق، عمان، 2005).
20. دريد، كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، (دار المسيرة، الأردن، 2009).
21. دومينك، سالفاتور، الاقتصاد الدولي، (الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، 1993، الجزائر).
22. رزق، عامل محمد، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، (دار طيبة، مصر، 2008).
23. رضوان، سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، (دار النشر للجامعات، مصر، 2005).
24. رمضان، زياد، مروان شموط، الأسواق المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007).
25. زكريا سلامة، عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، (دار النفائس، الأردن، 2008).
26. سفر، أحمد، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، (المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006).
27. السيسي، صلاح الدين حسين، بورصات الأوراق المالية، (عالم الكتب، مصر، 2003).
28. شعبان محمد، إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، (دار الفكر المعاصر، بيروت، 2001).
29. شكري، ماهر كنج، مروان عوض، المالية الدولية - العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق - (معهد الدراسات المعرفية، عمان، 2004).
30. صافي، وليد، انس البكري، الأسواق المالية والدولية، (دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009).
31. العبادي، هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها، (مؤسسة الوراق، الأردن، 2007).
32. عباس، علي، إدارة الأعمال الدولية، (دار الحامد، الأردن، 2007).
33. عبد العال، طارق، إدارة المخاطر، (الدار الجامعية، مصر، 2003).

34. عبد العال، طارق، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-، (الدار الجامعية، مصر، 2001).
35. عبد العال، طارق، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، (الدار الجامعية، مصر، 2009).
36. عبد القادر، السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، (دار الفكر، عمان، 2010).
37. عبد اللاوي، مفيد، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية ، (مطبعة مزوار، الوادي، 2007).
38. عبد المجيد، المهيملي، التحليل الفني للأسواق المالية ، (دار البلاغ، الطبعة الخامسة، بيروت، 2006).
39. عبد النبي، محمد أحمد، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي ، (دار زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009).
40. عرفة، سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، (دار الراية، عمان، 2009).
41. عطون، مروان، الأسواق النقدية و المالية - بورصات و مشكلاتها في عالم النقدو المال - ، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2003).
42. عطية، أحمد صلاح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، (الدار الجامعية، مصر، 2003).
43. عليوة، السيد، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، (دار الأمين، مصر، 2006).
44. غنيم، حسين عطا، دراسات في التمويل، (المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005).
45. فريد، النجار، المشتقات والهندسة المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2009).
46. كنجو، شموط كنجو عبود ، أسس الاستثمار، (الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008).
47. مايكل، كوفل، ترجمة رشا جمال، أسرار البورصة، (الدار العربية للعلوم، بيروت، 2007).
48. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، (دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005).
49. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، (دار كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع، السعودية، 2005).
50. محمد، بن علي القرني، الأسواق المالية، (دار حافظ، جدة، 1995).
51. محمد، سمير أحمد، الجودة الشاملة وتحقيق الرقابة في البنوك التجارية ، (دار المسيرة، عمان، 2009).
52. مطاوع، سعد عبد الحميد، الأسواق المالية المعاصرة، (مكتبة أم القرى، مصر، 2001).
53. مطر، محمد، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري و التطبيقات العملية - (دار وائل للنشر، عمان، 2004).
54. مطر، محمد، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، (دار وائل للنشر، عمان، 2004).

55. مطر، موسى سعيد وآخرون، التمويل الدولي، (دار الصفاء، الأردن، 2008).
56. معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، (دار الصفاء لنشر والتوزيع، عمان، 2003).
57. ملاك، وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، (دار المنهل البناني، بيروت، 2003)
58. ناظم محمد، نوري الشمري وآخرون ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، (دار وائل، عمان، 1999)
59. هاشم، السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011)
60. هشام، السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011)
61. الهندي، خليل، انطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية ، الجزء الثاني، (المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000).
62. هندي، منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، (منشأة المعارف، مصر، 1999).
63. هندي، منير إبراهيم، إدارة المخاطر الجزء الثالث -عقود الخيارات-، (منشأة المعارف، مصر، 2007).
64. هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، (منشأة المعارف، مصر، 1997).
65. هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الثاني -المشتقات- ، (منشأة المعارف، مصر، 2003).

الأطروحات والرسائل:

66. رشيد، بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005-2006

التقارير وبحوث علمية:

67. المشتقات المالية، (ملحق للطبعة الخامسة 1993 في دليل ميزان المدفوعات، صندوق النقد الدولي)
68. المشتقات المالية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الثاني، ديسمبر 2009. على الموقع:
- kibs.edu.kw/pdf-doc/publications/Edaat/FinancialDerivatives.pdf;le:1/05/2012,à 21:19
69. أحمد، النجار، ورقة تعريفية عن الصناديق المتداولة ، تقرير مقدم من Premiere Securities، على الموقع:
- premiere-securities.com/editor_images/etfs%20NEW.pdf; le 23/11/2013 à 20 :30

70. محمد، رمضان، الفرق بين المضاربة والتلاعب ودور الصناديق المتداولة، سبتمبر 2012، تقرير Senyar Capital، على الموقع: content.argaam.com.s3-external-3.amazonaws.com/368c66ad-ff11-4461-8c44-867e21c11a91.pdf ; le 23/11/2013 à 20 :44

المجلات:

71. جبار، محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية ما بين 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، (العدد 03: 2003، جامعة فرحات عباس سطيف)
72. داود، سعد الله، تشخيص المتغيرات الجديدة في سوق النفط وأثرها على استقرار الأسعار 2008_2010، مجلة الباحث: (العدد 09: 2011، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)
73. زهير، غراية، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، (العدد 2: 2012، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)
74. سامي، بن إبراهيم السويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، مركز البحث العلمي، جدة، 2009
75. صالح، مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، (العدد السابع، 2009 - 2010)
76. عبد الرزاق سعيد، بلعباس، ما معنى الأزمة؟ الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، مركز البحث العلمي، جدة، 2009
77. عبد الهادي محمد، إيثار، إستراتيجيات إدارة الأزمات: تأطير مفاهيمي وفق المنظور الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، (جامعة بغداد، المجلد 17، العدد 64، جانفي 2011)
78. محمد، آدم، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ: (العدد 59، بيروت، 2001)

الملتقيات والمؤتمرات:

79. أحمد محمد، خليل الإسلامبولي، العقود المستقبلية والشريعة الإسلامية، ندوة بمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 04 أبريل 2007.
80. أشرف، محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة البينية والتكامل الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان من 20 إلى 22 سبتمبر 2004
81. بو عافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف

82. حدة، رايس، جمال لعمارة، "تحديات السوق المالي الإسلامي" الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات_دراسة حالة الجزائر و الدول النامية_ يومي 21-22 نوفمبر 2006 جامعة بسكرة.
83. حسين، فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني ، مؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة
84. دريد، آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة WORLD COM الأمريكية، المؤتمر العلمي الرابع للريادة والإبداع إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية جامعة فيلادلفيا، 15، 16 مارس 2005.
85. دوابة، أشرف محمد، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، المؤتمر الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2008، جامعة الإمارات المتحدة.
86. رابح، عرابة، أحضري دليلة، نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات في إحداث الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية ، 2009 المركز الجامعي خميس مليانة.
87. سامي، بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية ، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة شلف
88. الشيخ، الداوي، الأزمة العالمية، انعكاساتها وحلولها، المؤتمر العلمي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، يومي 13، 14 مارس 2009 ، جامعة الجنان، طرابلس.
89. صالح، مفتاح، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009 ، جامعة فرحات عباس، سطيف.
90. عبد الكريم، أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، يومي 15، 16 ديسمبر 2010، جامعة الكويت.
91. عبد الله، بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات المتحدة العربية أيام 6، 7، 8 مارس 2007

92. علي فلاح، المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها تداعياتها .. وسبل العلاج، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات-الفرص -الآفاق، يومي 10، 11 نوفمبر 2009، جامعة الزرقاء عمان.
93. فيغو، عبد السلام، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية ، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات المتحدة العربية أيام 6، 7، 8 مارس 2007
94. كمال توفيق، حطاب، نحو سوق مالية إسلامية ، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005.
95. محمد خميسي، بن رجم، " المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف.
96. محمد صالح، المنجد، الأزمة المالية، (مجموعة زاد للنشر، جدة، 2009)
97. محمد كريم، قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع .. ورهانات المستقبل، يومي 23 و 24 فيفري 2011، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة غرداية.
98. محمد، بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، مؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
99. محمد، حامدي، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009 ، جامعة فرحات عباس، سطيف.
100. محمد، سحنون، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
101. محمود فهد، مهيدات، المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، يومي 1، 2 ديسمبر 2010.
102. مصطفى، كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية و تداعيات الأزمة المالية العالمية ، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية المعاصرة، يومي 1، 2 أفريل 2009، جامعة المنصورة، مصر.

103. وليد أحمد، صافي، الأزمة المالية العالمية /2008 طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، يومي 5، 6 ماي 2009، جامعة خميس مليانة.

المنشورات الإلكترونية:

104. حازم، الحكيم، أنواع المشتقات المالية ودور المراجعة في تخفيض أخطارها ، (جريدة الأهرام الاقتصادية الرقمية: 24 ديسمبر 2012) على الموقع:

digital.ahram.org.eg/Economy.aspx?Serial=1138584; le : 12/07/2013, à 23:13

105. سامي، سويلم، المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، على الموقع:

www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/323.rar, Le 22/02/2012 ; à 17 :44

106. المركزي الكويتي يقرر إعادة تداول سهم بنك الخليج في البورصة، على الموقع:

menafn.com/menafn/arabic/1093243491, le 23/08/2012, à 202:47

107. محمد، إبراهيم بديوي، تداول الأسهم، سبتمبر 2003، على الموقع:

4shared.com/file/72921460/7880f0d2/___online.html?err=no-sess ; le 14/11/2013 à 22 :05

108. عصام، عبد الهادي أبو النصر ، طبيعة أسواق الأوراق المالية، على الموقع:

www.Fiefpedia.com, le: 12/06/2011, à 22:30

109. أحمد الجلي، أبو ذر محمد، الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، على موقع:

islamfin.go-forum.net/t2175-topic; le : 28/12/2012, à 22:39

110. علي، البصري، الأزمة المالية والآثار السلبية لمنتجات الهندسة المالية، راديو النور: 12 أبريل

2009، العراق، على الموقع: 21/12/2012, à 00:21

111. خبايا الاقتصاد: تساؤلات حول مستقبل بورصة باريس، على الموقع:

www.youtube.com/watch?v=1rbELvLD-cU; le 15/03/2014 à 23:08

المواقع الإلكترونية:

115. boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/actions/types-d-actions; le 14/11/2013 à 21 :13

116. bourse.trader-finance.fr/oat/; le 14/11/2013 à 21 :13

117. boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/obligations/les-differents-types-d-obligations; le 14/11/2013 à 21 :13
118. boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-warrants/les-warrants-compares-aux-options; le 14/11/2013 à 20 :09
119. boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-certificats/les-differents-types-de-certificats; le 16/11/2013 à 22 :31
120. trading-school.eu/glossaire-bourse/fiche-Certificats-101; le 16/11/2013 à 00:08
121. NYSE EURONEXT SA, sur site :
122. globalderivatives.nyx.com; le 09/01/2014 à 20:29
123. investopedia.com/terms/i/interestrategyfuture.asp#axzz2FiR52ds9,le: 19/11/2012, à 21: 46
124. businessdictionary.com/definition/interest-rate-futures,le:19/11/2012,à 21:35
125. www.arab-api.org/course9/c9_4_1.htm, le: 19/11/2012, à 21:42
126. investinganswers.com/financial-dictionary/world-markets,le:24/12/2012,à21:23
127. www.ar.wikipedia.org/wiki, le : 10/ 02 / 2013, à 21 :48
128. infotechaccountants.com/forums/archive/index.php/t-732.html ;le :10/02/2013, à 21 :43
129. www.theoptionsguide.com/protective-call.aspx ; le : 26/ 05 / 2013, à 20 :46
130. www.theoptionsguide.com/protective-put.aspx ; le : 26/ 05 / 2013, à 22 :42
131. www.poweropt.com/cphelp.asp ; le : 28/05/2013, à 21:32
132. www.theoptionsguide.com/covered-put-writing.aspx; le :28/05/2013,à 22:51
133. en.wikipedia.org/wiki/Triangular_arbitrage; le: 11/09/2012, à 17:58.
134. e-gulfbank.com/arb/aboutUs/history/index.jsp. le 21/08/2012, à 22:26
135. wikipedia.org/wiki. le 23/08/2012, à 15:33
136. en.wikipedia.org/wiki/Bear_Stearns. le 01/07/2012, à 21:47
137. globalderivatives.nyx.com/fr/products/stirs-options/I-DLON/contract-specification; le 08/02/2014 à 21:33.
138. www.boursedeparis.fr; le 01/01/2014 à 20:57

المراجع باللغة الفرنسية:

Les livres:

139. Abdelkader, Beltas, Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt, (Edition LEGENDE, 2008, Alger)
140. Alain, Ruttiens, Futures, swap, option Les produits dérivés financiers, (Edipro, 2006, Belgique),
141. Augros, J.C. Navatte P, Bourse les option négociables, (librairie Vuibert, France, mai 1987).
142. Charles tapiero, Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods, (John Wiley & Sons Ltd, England, 2004)
143. Daniel, Goyeau, Amine Tarazi, La Bourse, (éditions La Découverte & Syros, paris, 2006)
144. Don M. Chance, Robert Brooks, An Introduction to Derivatives and Risk Management, (Thomson Higher Education by South-Western, Seventh Edition, Canada, 2006)
145. Francine, Roure, Stratégies financières sur le MATIF et le MONEP, (ECONOMICA, Paris, 1992)
146. Franklin, Allen, Glenn Yago, Financing the Future: Market-Based Innovations for growth, (series on Financial Innovation: Wharton school Publishing, Milken Institute, new Jersey, 2010)
147. Frederic, Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, (Addison Wesley, 7th edition, Boston, 2007)
148. George, Soros, The New Paradigm for Financial Markets - the credit crisis of 2008 and what it means-, (PublicAffairs, new york, 2008)
149. Jean, François, Jean Paul Guillou, Le matif pratique d'un marché à terme, (DALLOZ, 3^{ème} edition, Paris, 1995)
150. Jean-Marc Béguin, Arnaud Bernard, L'essentiel des techniques bancaires, (Eyrolles, 2008, paris)
151. Josette, Peyrard, La bourse, (Vuibert, 1998, 7e édition, Paris)
152. Juliette, Pilverdier, Joanne Hamet, Le Marché Financier Francais, (ECONOMICA, 4^{em}, Paris, 2001)
153. Jura, Michel, Technique financière internationale, (Dunod, 2^e edition, 2003, paris).
154. Karen A. Horcher, Essentials of Financial Risk Management, (John Wiley & Sons Ltd, Canada, 2005)
155. Lane P. Hughston, Christopher J. hunter, Financial Mathematics an Introduction to Derivatives Pricing, (King's college, London, 2000)
156. Lishang Jiang, Mathematical Modeling and Methods of Option Pricing, (World Scientific Publishing, Singaphore, 2005)

157. Mark, Grinblatt, Sheridan Titman, Financial Markets and Corporate Strategy, (The McGraw– Hill, Second Edition, Chicago, 2002)
158. Michael, S.Gibson, Credit Derivatives and Risk Management, (Finance and Economics Discussion Series by Federal Reserve Board, Washington , May 22, 2007), p15 .
159. Michel Jura, Technique financière internationale, (Dunod, 2e edition, 2003, paris)
160. Mondher, Bellalah, Yves Simon, option, contrats à terme et gestion des risque, (Economica edition, France, 2000).
161. Patrick, Navatte, **Swap de taux d'intérêt: évaluation**, Encyclopédie des Marchés Financiers 2^{em} Partie, Yves Simon, (ECONOMICA, 1997, Paris)
162. Pierre, Lamy, **Bourses de valeurs**, Encyclopédie des Marchés Financiers 2em Partie, Yves Simon, (ECONOMICA, 1997, Paris)
163. Purcell, Wayne, Koontz Stephen, Agricultural futures and options Principles and Strategies, (Prentice Hall, 1998, 2°ed)
164. Rainer Brosch, Portfolios of Real option, (Springer edition, Berlin, 2008)
165. Richard, A.Brealey, Stewart C.Myers, Pierre Haroche, Principes de gestion financière des sociétés, (Dépôt. Légal, 2eme edition, Canada, 1992)
166. Sundaram, Rangarajan, Sanjiv Das, Derivatives Principles and Practice, (McGraw-Hill Education, 2010)
167. Thomas, McCafferty, Options Demystified, (McGRAW-HILL, USA, 2006)
168. Yuh-Dauh, Lyuu, Financial Engineering and Computation : Principles, Mathematics, Algorithms, (United Kingdom Cambridge University Press, USA, 2004)

Les lois et décrets :

169. LOI n° 2003-706 du 01er août 2003 de sécurité financière, JORF n°177 du 2 août 2003

Les thèses:

170. Sophie Coutant, **CONTENU EN INFORMATION DANS LES PRIX D'OPTIONS: SOUS-JACENT ET APPLICATIONS**, (Thèse pour l'obtention du titre de docteur en gestion, Mai 2001, Université de Paris IX Dauphine)

Les rapports et Les recherches scientifiques:

171. **Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris**, (Banque Populaire Rives De Paris, Mars 2006), Sur site:

caisse-epargne.com/cache/guide-bourse_doc_20111128142315.pdf; le 27/09/2013 à 21 :33

172. Marchés au comptant L'organisation institutionnelle et fonctionnelle des marchés d'Euronext, (Entreprise NYSE Euronext, Novembre 2006) , sur le site :

linebourse.fr/fr/fr/oic/sil/download/guideact.pdf; le 12/10/2013 à 21 :52

173. Mini Guide Bourse: Comment investir sur Euronext Paris, (Banque Populaire Rives De Paris, Avril 2011), Sur site:

www.fortuneo.fr/datas/files/guide_d_investissement.pdf ; le : 05/09/2013, à 19:43

174. RAPPORT ANNUEL 2001, (CBO, Paris, 2001)

175. Gunther Capelle-Blancard, LES MARCHES DERIVES SONT-ILS DANGEREUX ?, Capelle-Blancard G, 2009, paris.

176. Annual Report Pursuant To Section 13 or 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934 For the fiscal year ended December 31, 2010, (Securities and Exchange Commission, Washington, 28 Avril 2011), p2

177. Note d'information: Les instruments financiers a terme du MONEP, (Entreprise COB, 14 Juillet 2000)

178. Jérôme Coffinet, La prévision des taux d'intérêt à partir de contrats futures : l'apport de variables économiques et financières, (Banque de France, Janvier 2008),

179. Les contrats à terme : mode d'emploi, (Entreprise NYSE Euronext, 2012)

180. Règles de Marché d'Euronext livre 1: Règles harmonisées,(Entreprise NYSE Euronext et NYSE LIFFE, 13 MAI 2011, Amsterdam)

181. Çigdem Izgi kogar, Financial Innovations and Monetary Control ,The Central Bank of the republic of Turkey, May 1995 ; sur le site : www.tcmb.gov.tr ; le: 21/12/2012, à 17:08

182. Peter Tufano, Financial Innovation, June 16, 2002, this work was funded by the Division of Research of the Harvard Business School

183. The Equity Options Strategy Guide, (The Options Industry Council, USA, January 2001), sur le site: www.optionseducation.org/about_oic.html; le : 10/ 02 / 2013, à 21 :43

184. Marco Avellaneda & Rama Cont , Trade Transparency in OTC Equity Derivatives Markets, January 2011

185. The Global Derivatives Market An Introduction, Deutsche Borse Group, sur le site :

math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf; le: 13/10/2011, à 21:35

186. Trading In Futures An Introduction, Chicago Board of Trade (CBOT),p 1, sur le site :

www.cbot.com; le: 19/04/2012, à 22:48

- 187. Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets**, Commission Of The European Communities, Brussels, 03/07/2009, sur le site : eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0332:le:6/04/2012, à 21:10.
- 188. Gillian Finbow, Mike Shemwell, Derivatives statistics: a report of a half-day meeting of the Financial Statistics Users' Group**, Monetary & Financial Statistics: November 1999, by Bank of England,
- 189. Daniel Girgis, Covered call strategy: generating passive income from a buy-hold portfolio**, by Thomson Reuters, February 2012
- 190. The Financial Crisis: A Timeline of Events and Policy Actions** by Federal Reserve Bank, sur le site :
- 191. timeline.stlouisfed.org/pdf/CrisisTimeline.pdf**,le 10/09/2012, à 20 :52
- 192. William C Dudley, Reforming the OTC derivatives market**, 19 March 2012, Harvard Law School's, New York, sur le site:
- 193. bis.org/review/r120323b.pdf?frames=0**; le: 09/06/2012, à 00:53
- 194. James B. Bittman, Covered Calls and Income Strategies**, Options Industry Council OIC
- 195. G. A. Barnaby, Selling Covered Puts**, K- State Research and Extension, Kansas State University, Manhattan, February 29, 2012
- 196. Brian A. Eales, Moorad Choudhry, Derivative Instruments - A Guide to Theory and Practice**, (Butterworth-Heinemann, London, 2003)
- 197. Understanding interest rate swap math and pricing**, California Debt and Investment Advisory Commission, January 2007
- 198. Gerald Gay, Anand Venkateswaran, The Pricing and Valuation of Swaps**, (Jhon Wilson and sons, 2010, Canada)
- 199. Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets**, Commission of the European communities, July 3, 2009, Brussels, sur le site : ec.europa.eu/internalmarket/financial-markets/derivatives/report_en.pdf,le: 21/04/2012, à 14:37
- 200. Thomas Kirchner, Merger Arbitrage: How To Profit From Event-Driven Arbitrage**, (John Wiley & sons, New Jersey, 2009)
- 201. Derivatives Risk Management Guideline**, Autorité des marchés financiers (AMF), August 2010
- 202. Derivatives**, FHFb Office of Supervision, Examination Manual April 2007
- 203. Risk Management of Financial Derivatives**, Comptroller's Handbook,(Washington, January 1997)
- 204. Emre Ergungor, Securitization**, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 15, 2003. Sur le site : www.clevelandfed.org, le: 21/03/2011, à 14:37

- 205.** 79th Annual Report, 1 April 2008 – 31 March 2009, (Bank for International Settlements 2009)
- 206. Implications of the Barings Collapse for Bank Supervisors,** Reserve Bank of Australia Bulletin, November 1995
- 207. Baring Brothers & Co. Ltd,** The Professional Risk Managers' International Association, 18 July 1995
- 208.** Adrian E. Tschoegl, **The Key to Risk Management,** (The Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, 2004), sur le site :
- 209.** Cours Mario Dehove, INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE, Septembre 2001 , sur le site :
mario.dehove.pagesperso-orange.fr/chap5.pdf; le : 02/09/2013, à 22:25
- 210.** Marchés au comptant-L'organisation institutionnelle et fonctionnelle des marchés d'Euronext, (Entreprise NYSE Euronext, Novembre 2006), Sur site:
www.linebourse.fr/fr/fr/oic/sil/download/guideact.pdf; le 27/09/2013 à 21 :33
- 211.** Les contrats à terme: mode d'emploi, (Entreprise NYSE Euronext, 2012), sur le site :
boursedirect.fr/streaming/pdf/Contrats_terme_mode_emploi.pdf; le 29/11/2013 à 20:33
- 212. Introduction to Index Futures and Options,** (Australian Securities Exchange ASX, Sydney, 2008),
- 213.** Audrey Tonnelier et Adrien de Tricornot, **La fin de la Bourse de Paris ?, (Le Monde éco & entreprise: mardi 04/09/2012 ,** Paris), sur site :
lemonde.fr/economie/article/2012/09/03/entreprises-la-vie-sans-la-bourse_1754754_3234; le 08/02/2014 à 21:33.

Les magazines:

- 214. David H. Gowland, Financial Innovation in Theory and Practice,** (Surveys in Monetary Economics : volume 2, 1991, Oxford)
- 215.** Randall Dodd, **The Structure of OTC Derivatives Markets,** ("The Financier", Vol. 9, Nos. 1- 4, 2002)
- 216.** Donald MacKenzie, **Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage,** Economy and Society Volume 32 Number 3 August 2003, Copyright Taylor & Francis Ltd
- 217.** Gunther Capelle-Blancard, Séverine Vandelanoite, **Relations intrajournalières entre l'indice CAC 40 et les options sur indice Quel est le marché préféré des investisseurs informés?,** (Annales d'économie et de statistique, N°66, 2002)
- 218.** Pierre-Cyrille Hautcoeur et des autres, **Finance et économie réelle Les marchés financiers français: une perspective historique,** (Comprendre les marchés financiers Cahiers français n° 361)

219. Jean-Marie Thiveaud, **La Bourse de Paris et les compagnies financières entre marché primaire et marché à terme au XVIIIe siècle (1695-1794)**, (Revue d'économie financière: N°47, France, 1998)

220. Gaurav Dhingra, **An Understanding Of Financial Derivatives**, (Magazine The chartered accountant, march 2004)

les publications électroniques :

221. Derivatives -An Islamic Finance Perspective, Beata M. Paxford, 12 October 2011, sur le site: www.islamlanka.net ; le: 23/04/2012, à 23:13.

222. Steve, Ambler, **économie financière: Introduction à l'économie financière**, Université du Québec à Montréal, 2010, sur le site:

www.er.uqam.ca/nobel/r10735/6080/referenc.pdf, le: 22/03/2011, à 22:37

223. Futures Arbitrage, sur le site :

futurestradingpedia.com/futures_arbitrage.htm, le: 06/01/2013, à 22: 17

224. Instrument financiers dérivés et produits structurés, swiss exchange, sur le site : www.six-swiss-exchange.com/download; le: 19/04/2012, à 23:48

225. Aurele Chehmana et d'autres, **Les produits dérivés**, 2005, sur le site :

inventin.lautre.net/livres/J-P-Tarte-Les-produits-derives.pdf; le: 28/07/2011, à 22:35

226. Derivatives Market (Dealers) Module, NSE's Certification in Financial Markets, National Stock Exchange Of India Limited, 2010, sur le site :

www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM_rev.pdf; le: 08/06/2012, à 23:05

227. Le contrat à terme sur actions, sur le site:

comparabourse.fr/fiches-pratiques/contrat-a-terme-sur-actions., le: 23/12/2012, à 19: 51

228. How Stock Futures Work, Dave Roos, sur le site:

money.howstuffworks.com/personal-finance/financial-planning/stock-future1, le: 23/12/2012, à 19: 48

229. Forward and Futures Prices, **September 11, 2006**, sur le site :

www.uic.edu/cuppa/pa/academics/ABFM_database/Lectures/Prices.pdf, le: 18/02/2013, à 14:31

230. Attain Capital, **Intro To Spread Trading The Common Spreads**, March 30, 2012, sur le site:

managed-futures-blog.attaincapital.com/2012/03/30/intro-to-spread-trading-the-common-spreads/, le: 24/12/2012, à 19: 51

- 231.** Franklin R. Edwards, Cindy W. Ma, **Chapter 4: Cash vs. Futures Prices**, sur le site :
www.docstoc.com/docs/86694516/Futures-Prices, le: 06/01/2013, à 21: 33
- 232. Finance 100 Problem Set Options (Alternative Solutions)**, sur le site :
finance.wharton.upenn.edu.pdf ; le : 20/ 02 / 2013, à 20 :59
- 233. An In-Depth Look At The Swap Market**, June 23 2011, sur le site :
investopedia.com/articles/trading/11/introduction-swap-market.asp;le :
28/05/2013, à 22:51
- 234.** Wilhelm Schnotz, eHow Contributor, **Strategies for an Interest Rate Swap**, sur le site :
ehow.com/list_6745971_strategies-interest-rate-swap; le : 06/07/2013, à 00:09
- 235. AIB Currency Losses: John Rusnak's Role and the Fraud**, sur le site :
financetrain.com/aib-john-rusnak-role-and-the-subsequent-fraud,le14/09/2012,à
17 :16.
- 236.** Andrew Beattie, **How did currency trader John Rusnak hide \$691 million in losses before being caught for bank fraud?**, sur le site :
investopedia.com/ask/answers/09/john-rusnak.asp#axzz26TVCCc2y9,le 14/09/2012,
à 15 :47.
- 237. Jour par Jour, Bourse de Paris**, sur le site :
www.linternaute.com/histoire/motcle/4156/a/1/1/bourse_de_paris; le 28/08/2013 à
20: 29
- 238. Bear Stearns Bankruptcy Looms**, March 16, 2008, sur le site:
globaleconomicanalysis.blogspot.com. le 02/07/2012, à 22:11
- 239. Conseil de Discipline de la Gestion Financière ou CDGF**, sur le site :
edubourse.com/lexique/conseil-de-discipline-de-la-gestion-financiere;le :
03/09/2013, à 22:03
- 240. Ordre Tout ou Rien**, sur le site :
edubourse.com/lexique/ordre-tout-ou-rien.php; le 20/09/2013 à 23 :16
- 241. MONEP& Options négociables sur actions et indices boursiers**, sur site:
search-document.com/doc/1/3/option-monep; le 09/01/2014 à 20:29
- 242. Currency Swaps**, sur le site :
xavier.edu/williams/centers/trading-
center/documents/research/edu_ppts/05_CurrencySwaps.ppt; le : 06/07/2013, à
00:09
- 243.** Luis Miotti, Dominique Plihon, **Liberalisation financiere, speculation et crises bancaires**, 2001, sur le site :

www.defi-univ.org/IMG/pdf/plihonmiotti.pdf; le: 29/07/2011, à 20:58

244. Ellen Brown, Credit Default Swaps: Evolving Financial Meltdown and Derivative Disaster Du Jour, April 11, 2008, sur le site :

globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=8634, le 02/07/2012, à 22:59.

245. Ali Saidi, Qu'est-ce qu'Euronext, sur le site :

apprendreleforex.blogspot.com/2011/01/quest-ce-queuronext.html/;le:02/09/2013, à 21:24

246. Euronext, sur le site :en.wikipedia.org/wiki/Euronext#cite_ref-3 ; le : 03/09/2013, à 23:10

247. Fabien Joly, La Bourse Française : Initiation, 26.10.2009 , sur le site :

www.memopage.com/bourse/QZP87KW5/M95.pdf; le : 03/09/2013, à 20:55

248. Dividendes: les plus belles valeurs de rendement du moment, 15 Septembre 2011, sur le site: cafedelabourse.com/archive/article/dividendes-les-plus-belles-valeurs-de-rendement-du-moment# ; le 07/11/2013 à 20 :58

249. Why Derivatives Caused Financial Crisis, sur le site :

seekingalpha.com/article/198197-why-derivatives-caused-financial-crisis,le 27/06/2012, à 22 :50

250. Michael Greenberger, The Role of Derivatives in the Financial Crisis, Wednesday, June 30, 2010. Sur le site :

fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0630-Greenberger.pdf

251. A Guide about Allied Irish Banks in Polan, sur le site:

www.business2000.ie/pdf/pdf_7/aib_7th_ed.pdf,le 14/09/2012, à 13 :29.

اللاحق

الملحق رقم (01): حجم تداول مشتقات OTC لأسعار الصرف في الأسواق الناشئة

OTC FX market turnover in emerging market jurisdictions – by instrument

Daily average in April¹

	2007	2010	2013	Growth 2010–13	Contribution to FX market growth in EMEs 2010–13	Share in EME FX market 2013	Share in advanced economies 2013
	In billions of US dollars			In per cent			
FX derivatives	299.2	380.3	535.5	40.8	26.6	69.3	60.4
<i>Outright forwards</i>	46.7	73.0	105.8	45.0	5.6	13.7	12.6
<i>FX swaps</i>	230.6	276.8	373.0	34.8	16.5	48.3	40.6
<i>Currency swaps</i>	4.0	6.8	8.8	29.4	0.3	1.1	1.0
<i>Options and other products</i>	17.8	23.8	47.9	101.8	4.1	6.2	6.3
Spot	187.9	202.8	236.8	16.8	5.8	30.7	39.6
Derivatives-to-spot ratio:							
Emerging market economies	1.6	1.9	2.3				
Advanced economies	2.5	1.6	1.5				

¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis).

Source : Dubravko Mihajlek, Frank Packer, **Derivatives in emerging markets**, (BIS Quarterly Review, December 2013), p 57 , sur le site: asianbondsonline.adb.org/publications/external/2013/bis_quarterly_review_sep_2013.pdf; le: 14/12/2014, à 20:27

الملحق رقم (02): حجم تداول مشتقات OTC لمعدلات الفائدة في الأسواق الناشئة

OTC interest rate derivatives turnover in emerging market jurisdictions¹Daily average in April²

	2007	2010	2013	Growth 2010–13	Contribution to IR derivatives market growth in EMEs 2010–13	Share in EME market 2013
	In billions of US dollars			In per cent		
Total emerging economies	66.8	63.0	83.8	32.9	32.9	100
Total advanced economies	1,618.7	1,990.7	2,259.2	13.5	.	.
Asia	58.0	49.0	67.1	37.0	29.4	80.1
<i>Hong Kong SAR</i>	11.6	12.1	18.7	54.4	10.7	22.3
<i>Singapore</i>	37.4	22.0	25.5	16.1	5.7	30.4
<i>Korea</i>	3.9	8.1	5.8	-28.0	-3.7	6.9
<i>Other</i>	5.2	6.8	17.1	150.8	16.7	20.4
Latin America	2.1	7.9	5.2	-34.5	-4.5	6.2
<i>Brazil</i>	0.1	6.6	3.3	-49.7	-5.4	4.0
<i>Mexico</i>	2.0	1.2	1.7	42.2	0.8	2.0
Central and eastern Europe	3.1	1.5	2.5	68.1	1.6	3.0
<i>Poland</i>	2.0	1.2	2.1	81.9	1.5	2.5
Other emerging market economies	3.5	4.6	9.0	94.3	7.1	10.8
<i>Memo:</i>						
<i>With reporting dealers</i>	43.3	39.0	49.3	26.7	.	58.9
<i>With other financial institutions</i>	20.1	21.2	27.3	28.7	.	32.6
<i>With non-financial customers</i>	2.7	2.8	7.0	148.5	.	8.4

¹ Forward rate agreements, interest rate swaps, interest rate options and other interest rate products. ² Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis).

Source : Dubravko Mihaljek, Frank Packer, **Derivatives in emerging markets**, (BIS Quarterly Review, December 2013), p 60 , sur le site: asianbondsonline.adb.org/publications/external/2013/bis_quarterly_review_sep_2013.pdf; le: 14/12/2014, à 20:27

الملحق رقم (03): يوضح خصائص عقود الخيار لمؤشر FTSE في بورصة ناسداك دبي

NASDAQ Dubai FTSE Index Options

Contract Specifications

PARAMETER	SPECIFICATIONS
Currency	USD
Contract Size	\$ 10 times the Index value
Contract Months	Any month to a maximum of 5 years from the current date.
Settlement Type	Cash settled
Expiration Settlement Price	Official opening price of the contract series as provided to NASDAQ Dubai by FTSE
Last Trading Day /Maturity Day	Any Business Day within the contract expiry month
Settlement Day	The Business Day following the Maturity Day
Exercise Style	European
Strike Price	Any price expressed to 3 decimals
Strike Price	Any price expressed to 3 decimals

Tick size definitions

PRICE RANGE	TICK SIZE
Below 2.00	0.001
Between 2.00 and 10.00	0.005
10.00 and above	0.01



Source : nasdaqdubai.com/products/derivatives ; le : 18/12/2014 à 22 :19

الملحق رقم (04): يوضح خصائص العقود المستقبلية لمؤشر FTSE في بورصة ناسداك

دبي

NASDAQ Dubai FTSE Index Futures

Contract Specifications

PARAMETER	SPECIFICATIONS
Currency	USD
Contract Size	10
Maturity	1,2 and 3 months
Tick Size	0.25 index point/ USD 2.5 (tick size and value)
Settlement Type	Cash
Expiration Day	3rd Thursday of the expiry month
Settlement Day	Business day following Maturity Day
Listing of new contract month	Thursday prior to maturity
Reuters Code	FTUAED
Bloomberg Code	DUAE Index

ناسداك دبي
NASDAQ DUBAI

Source : nasdaqdubai.com/products/derivatives ; le : 18/12/2014 à 22 :19

الملحق رقم (05): يوضح خصائص العقود المستقبلية للأسهم في بورصة ناسداك دبي

NASDAQ Dubai Single Stock Futures

Contract Specifications

PARAMETER	SPECIFICATIONS
Currency	USD
Contract Size	100
Maturity	1,2 and 3 months
Settlement Type	Cash Settled
Expiration Day	3rd Thursday of the expiry month
Settlement Day	Business day following the Expiration Day
Future Type	Daily settled future with cash settlement upon expiration
Listing of new expiry month	Thursday prior to expiry day

Tick size definitions

PRICE RANGE	TICK SIZE
Below 2.00	0.001
Between 2.00 and 10.00	0.005
10.00 and above	0.01



Source : nasdaqdubai.com/products/derivatives ; le : 18/12/2014 à 22 :19

الملحق رقم (06): يوضح خصائص عقود الخيار للأسهم في بورصة ناسداك دبي

NASDAQ Dubai Single Stock Options

Contract Specifications

PARAMETER	SPECIFICATIONS
Underlying	Any eligible security listed on and approved by the NASDAQ Dubai
Currency	USD
Contract Size	100 underlying shares
Contract Months	Any month to a maximum of 5 years from the current date.
Settlement Type	Cash settled
Expiration Settlement Price	Official closing price on the last trading day
Last Trading Day /Maturity Day	Any Business Day within the contract expiry month
Settlement Day	The Business Day following the Maturity Day
Exercise Style	European
Strike Price	Any price expressed to 3 decimals

Tick size definitions

PRICE RANGE	TICK SIZE
Below 2.00	0.001
Between 2.00 and 10.00	0.005
10.00 and above	0.01



Source : nasdaqdubai.com/products/derivatives ; le : 18/12/2014 à 22 :19

الملحق رقم (07): يوضح أسهم الشركات المدرجة في مؤشر FTSE NASDAQ

أسهم الشركات الداخلة في مؤشر FTSE NASDAQ

- Agthia Group
- Abu Dhabi Commercial Bank (ADX)
- Air Arabia (DFM)
- Aldar Properties (ADX)
- Arabtec Holdings (DFM)
- Aramex (DFM)
- Dana Gas (ADX)
- DFM (DFM)
- DP World
- Drake & Skull International (DFM)
- Dubai Investments (DFM)
- Dubai Islamic Bank (DFM)
- EMAAR Properties (DFM)
- Emirates NBD
- First Gulf Bank/UAE (ADX)
- National Bank of Abu Dhabi (ADX)
- Sorouh Real Estate (ADX)
- Union National Bank
- Union Properties (DFM)
- Waha Capital (Ocean International Leasing) (ADX)

Source : nasdaqdubai.com/products/derivatives ; le : 18/12/2014 à 22 :19

الملحق رقم (08): جدول يبين عقود أسهم المجموعات السابقة وذلك بتاريخ 02 جويلية 2013



American Option Classes List Per Group

Group 1: 3 Monthly, 3 Quarterly, 4 Half-Yearly, 2 Yearly		Group 2: 3 Monthly, 3 Quarterly, 2 Half-Yearly		Group 3: 4 Quarterly	
Underlying Name	Mnemonic	Underlying Name	Mnemonic	Underlying Name	Mnemonic
Alcatel-Lucent	CG1	Accor	AH1	Arkema	AK1
AXA	CS1	Air France-KLM	AF1	Atos	AT1
BNP Paribas	BN1	Air Liquide	AI1	Christian Dior	CD1
Carrefour	CA1	Alstom	AS1	CNP Assurances	CN1
Compagnie de Saint-Gobain	SG1	Bouygues	EN1	Dassault Systèmes	DS1
Crédit Agricole	CR1	Cap Gemini	CP1	Faurecia	EO1
Danone	DA1	Casino Guichard-Perrachon	CO1	Gemalto	GT1
Orange	FT1	EADS	EA1	Havas	HA1
GDF Suez	GA1	EDF	DF1	Lagardère	MM1
Renault	RN1	Essilor International	EF1	Legrand	LR1
Sanofi	SA1	Kering	KR1	NYSE Euronext	NY1
Société Générale	GL1	Lafarge	LG1	Safran	SM1
Suez Environnement	SE1	L'Oreal	OR1	SCOR	SC1
Total	TO1	LVMH	MC1	Sodexo	SW1
Vivendi	EX1	M6 Metropole Television	MT1	Solvay	SL1
		Michelin	ML1	Technicolor	TM1
		Natixis	KN1	Technip	TE1
		Pernod Ricard	RI1	Unibail-Rodamco	UL1
		Peugeot	UG1	Valeo	FR1
		Publicis Groupe	PU1		
		Schneider Electric	SU1		
		STMicroelectronics NV	ST1		
		TF1	TF1		
		Thales	HO1		
		Vallourec	VA1		
		Veolia Environnement	VI1		
		Vinci	DG1		

02 July 2013

Source : NYSE EURONEXT SA.

الملحق رقم (09): جدول يوضح الحجم الكلي لبورصة EURONEXT PARIS مقومة بالأورو

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
1648.2	1371.1	1197	1425	1272.7	1847.6	2562	2532	2349.5	1960.9	1884	1745.8	2114.1	رسملة السوق
15.76	14.54	-16.00	-27.76	-31.12	-27.88	1.18	7.77	19.82	4.08	7.92	-17.42		معدل نمو السوق

Source : NYSE EURONEXT SA.

الملحق رقم (10): يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في (MATIF & MONEP) من 2001 إلى 2013

مجموع العقود المشتقة	العقود المستقبلية				عقود الخيار				المشتقات السنوات
	المجموع	عقود المستقبلية على السلع	العقود المستقبلية على المعدلات الفائدة	عقود المستقبلية على المؤشرات	المجموع	الخيارات على السلع	الخيارات على المؤشرات	خيارات الأسهم	
97,271,989	42,042,673	250,546	17,974,200	23,817,927	55,229,316	7,554	10,725,435	44,496,327	2001
100,652,423	26,991,450	373,489	17,087	26,600,874	73,660,973	11,513	8,434,301	65,215,159	2002
80,939,809	29,711,816	380,269	51	29,331,496	51,227,993	14,646	7,366,813	43,846,534	2003
96,442,356	24,481,496	422,968	/	24,058,528	71,960,860	15,184	6,315,234	65,630,442	2004
89,455,440	25,521,789	510,417	/	25,011,372	63,933,651	19,624	5,909,028	58,004,999	2005
86,016,916	34,151,687	718,481	/	33,433,206	51,865,229	70,059	6,635,011	45,160,159	2006
90,865,412	46,653,064	1,514,547	/	45,138,517	44,212,348	184,983	9,793,737	34,233,628	2007
96,439,994	52,039,321	2,257,657	/	49,781,664	44,400,673	463,572	8,628,621	35,308,480	2008
99,443,431	45,131,201	2,887,703	/	42,243,498	54,312,230	740,204	6,126,542	47,445,484	2009
112,820,314	50,664,502	5,822,711	/	44,841,791	62,155,812	1,309,228	6,329,140	54,517,444	2010
102,375,401	51,590,126	8,023,613	/	43,566,513	50,785,275	1,754,196	5,281,378	43,749,701	2011
131,501,482	48,288,750	10,042,633	/	38,246,117	83,212,732	2,130,090	4,996,392	76,086,250	2012
76,249,312	46,177,107	8,840,837	/	37,336,270	30,072,205	1,711,553	4,400,084	23,960,568	2013

Source: NYSE EURONEXT SA.

الملحق رقم (11): يوضح نمو أنواع المشتقات المتداولة في سوق رأس المال الفرنسي (MATIF & MONEP) من 2001 إلى 2013 مقومة باليورو

مجموع العقود المشتقة	العقود المستقبلية				عقود الخيار				المشتقات السنوات
	المجموع	عقود المستقبلية على السلع	العقود المستقبلية على المعدلات الفائدة	عقود المستقبلية على المؤشرات	المجموع	الخيارات على السلع	الخيارات على المؤشرات	خيارات الأسهم	
3,592,010,127	2,964,438,940	2,327,550	1,800,088,500	1,162,022,890	627,571,187	2,358	524,754,232	102,814,597	2001
1,413,262,291	1,009,293,020	3,202,720	8,916,200	997,174,100	417,594,956	3,227	321,299,016	96,292,713	2002
1,197,218,590	910,917,270	3,592,259	51,000	907,274,011	286,301,320	4,717	229,069,038	57,232,804	2003
1,199,114,986	890,734,998	3,695,135	0	887,039,863	308,379,988	4,421	232,048,358	76,327,209	2004
1,395,246,200	1,071,689,700	3,978,300	/	1,067,711,400	323,556,500	5,120	251,676,346	71,875,024	2005
2,140,333,821	1,707,558,217	6,286,696	/	1,701,271,372	432,775,604	16,541	338,094,828	94,664,236	2006
3,274,373,011	2,591,652,784	18,097,412	/	2,573,555,372	682,720,227	96,323	559,528,047	123,095,858	2007
2,627,446,907	2,169,378,380	28,270,287	/	2,141,108,094	458,068,527	276,244	372,402,208	85,390,075	2008
1,718,749,864	1,423,648,409	25,694,888	/	1,397,953,521	295,101,455	241,522	201,224,701	93,635,232	2009
2,107,307,034	1,734,348,805	65,182,848	/	1,669,165,957	372,958,229	658,611	234,456,100	137,843,518	2010
1,975,055,740	1,675,374,644	105,909,909	/	1,569,464,735	299,681,096	979,872	186,276,668	112,424,555	2011
1,657,168,225	1,413,910,416	143,099,852	/	1,270,810,565	243,257,809	1,038,849	166,132,710	76,086,250	2012
1,815,564,511	1,576,411,097	113,451,900	/	1,462,959,197	239,153,414	546,774	173,536,772	65,069,868	2013

Source: NYSE EURONEXT SA.