



جامعة الجزائر 3
(إبراهيم سلطان شيبوط)
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية
وعلوم التسيير



محاضرات في

بورصة الأوراق المالية والعقود المشتقة

من إعداد:

بومبالي بشير

أستاذ محاضر (قسم العلوم التجارية)

السنة الجامعية 2019-2020

تقديم

هذه المطبوعة هي مجموعة محاضرات خاصة بمقياس بورصة الأوراق المالية والعقود المشتقة، موجهة للطلبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير وأي شخص يرغب في فهم القضايا المتعلقة بالبورصة وسوق المشتقات المالية.

حاولنا في هذه المطبوعة تبسيط المفاهيم قدر المستطاع حتى تصل الأفكار إلى الأغلب طلبتنا، حيث اعتمدنا في طرحنا للأفكار على إعطاء الأمثلة الواقعية والبسيطة.

تسعى هذه المطبوعة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والمتمثلة فيما يلي:

- تمكين الطالب من فهم بنية سوق رأس المال؛
- الإلمام بموضوع السوق المالية غير المنظمة والبورصة ومعرفة كيف يعمل كل منهما،
- التعرف على مختلف الأدوات المالية المستعملة في السوقين المنظمة والغير منظمة؛
- التركيز على طريقة عمل سوق المشتقات المالية وبعض العقود المتداولة فيها؛
- تعتبر هذه المطبوعة تمهيدا لدراسات مستقبلية كالدراسات المتعلقة بتحليل الأسواق المالية والبورصات، المالية الدولية....؛
- إن دراسة هذا المقياس يمكن الطالب من فهم الكثير من المعاملات المالية التي قد يحتاجها مستقبلا.

بومبالي بشير

الفصل الأول: سوق رأس المال

1. تعريف سوق رأس المال:

هو ذلك الإطار الذي يجمع بائع الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.

بعبارة أخرى سوق رأس المال هو عبارة عن فضاء يجمع بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي ويتم التعامل فيه بأدوات مالية طويلة الأجل وفق مجموعة من القواعد والأنظمة.

يتميز سوق رأس المال بكونه حجم الصفقات المنفذة فيه من قبل المتعاملين ولذلك نجده أكثر تنظيماً من سوق النقد، كما تنقسم هذه السوق إلى قسمين رئيسيين هما: سوق القروض طويلة الأجل وسوق الأوراق المالية. وحتى تتضح الرؤية يمكن الاطلاع على الشكل 1 أدناه للمفارقة بين السوق المالي، السوق النقدي وسوق رؤوس المال

الشكل 1: تنظيم الأسواق المالية

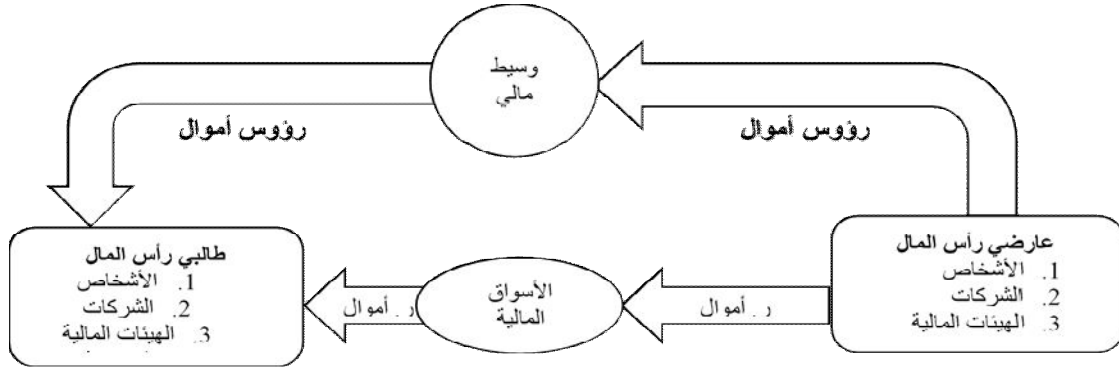


المصدر: من إعداد المؤلف

أ. تعريف سوق الأوراق المالية:

يعرف سوق الأوراق المالية على أنه الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا. والشكل 2 يوضح ما سبق.

الشكل 2: حركة رؤوس الأموال في النظام المالي



المصدر: من إعداد المؤلف

في الحقيقة، تكون المؤسسات الاقتصادية في حاجة دائمة إلى سيولة مالية وذلك لأحد الأغراض التالية:

- الاستثمار (خط إنتاج جديد، آلات جديدة، بحث وتطوير...إلخ)
- احتياجات الصندوق (التفاوت الزمني بين وصول الموارد المالية وخروجها)؛
- أسباب أخرى (انتهازية).

عمليا تكون المؤسسة أمام ثلاثة خيارات لإيجاد السيولة التي هي في حاجة إليها:

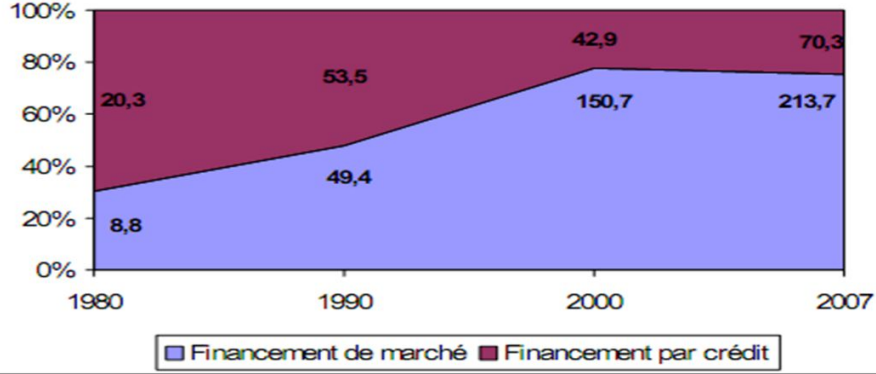
- i. البحث عن إمكانيات التمويل الذاتي (داخلي).
- ii. البحث عن إمكانيات التمويل الخارجي:

(1) الاقتراض عند المؤسسات المالية وهو النظام الأكثر شيوعا حتى بداية الثمانينات (أنظر الشكل 3 أدناه)، ويفسر تراجع القروض البنكية في العقود الأخيرة للسببين الأساسيين التاليين: تكلفة ومعدل فائدة القرض من جهة، صعوبة وبطء العملية التي يمكنها الانتهاء بالرفض النهائي من جهة أخرى.

(2) اللجوء إلى سوق الأوراق المالية (البورصة) وهو الخيار الذي مالت إليه المؤسسات الاقتصادية منذ مطلع الثمانينات (أنظر الشكل 4 أدناه) وهذا للأسباب التالية: الليونة والسرعة (قلة الوسطاء، سرعة الرد)؛ غياب الديون (زيادة رأس المال في حالة إصدار أسهم)؛ مقرضون مجهولون ومبعثرون في حالة إصدار سندات.

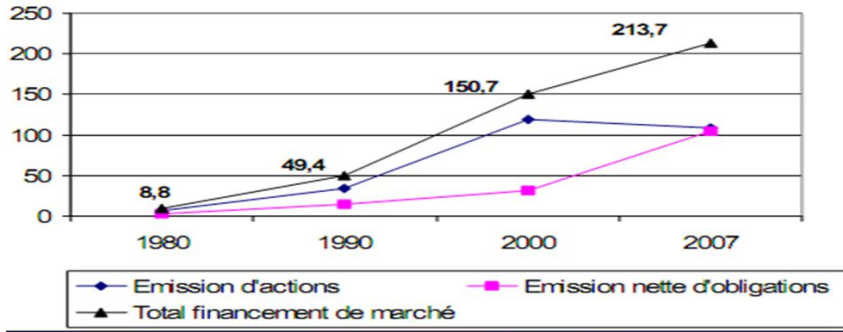
الشكل 3: نسبة أشكال الاقتراض للمؤسسات في فرنسا 1980-2007

Part des différentes formes de financement des sociétés en France en % et en milliards d'€



الشكل 4: تطور الاقتراض المؤسسات غير المالية في السوق المالي الفرنسي (مليار يورو)

Evolution du financement de marché des sociétés non financières en France en milliards d'€



ب. مكونات سوق الأوراق المالية:

i. السوق الأولي (Marché primaire):

يوصف السوق الأولي بأنه سوق الإصدارات الجديدة سواء للشركات التي تأسست حديثاً أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس مالها بهدف توسيع أعمالها وكذا لغرض الاستثمار في الأصول المنتجة، إذ يمكن أن تطرح هذه الإصدارات للاكتتاب العام أو الخاص. وتسمى كذلك بسوق الإصدار. وهي السوق التي يتم فيها إنشاء الأوراق المالية لأول مرة، وهي السوق التي يتم فيها تجميع المدخرات النقدية وتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل. يكون هذا السوق مسيراً من طرف مؤسسة متخصصة، تتكفل بإصدار أوراق مالية لم تكن موجودة من قبل لحساب المؤسسات الاقتصادية والهيئات المالية الحكومية. هي سوق تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة، سواء لتمويل مشاريع ناشئة أو لتوسيع أخرى قائمة، وذلك عن طريق زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن الشركات التي تسجل عجزاً مالياً يمكنها إصدار أوراق مالية وطرحها سواء للاكتتاب العام أو الخاص، مما يعطي فرصة لجميع الأفراد ومختلف الهيئات في المشاركة عن طريق استعمال مدخراتهم.

من بين أهم خصائص السوق الأولية يمكن ذكر مايلي:

- عملية الإصدار تتم لمرة واحدة فقط فالإكتتاب في رأس مال شركة عملية غير متكررة؛
- السوق الأولية ليس لها مكان يتلاقى فيه عارضوا وطالبوا الأوراق المالية؛
- تسييرها شركات مالية متخصصة تلعب دور الوسيط المالي، وهي متخصصة في عرض أوراق مالية جديدة للإكتتاب.

ii. السوق الثانوي (Marché secondaire / marché d'occasion):

يعد من أهم أسواق الأوراق المالية الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي بين حامل الورقة المالية وأي مستثمر آخر، فالحصيلة النقدية أو العائد النقدي في هذه الحالة يذهب من وإلى حامل الأوراق وليس للمؤسسة المصدرة كما هو الحال بالنسبة للسوق الأولي، كما تعتبر السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، ويكون حجمها أكبر وأضخم من السوق الأولية، عادة ما تتناسب حيوية نشاطها مع فاعلية النشاط الاقتصادي.

يمكن تعريف السوق الثانوي على النحو التالي: هي السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية بعد إصدارها في السوق الأولية، وفيها يلتقي العرض والطلب، ويتم بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو الرفع من رأس المال، ويحصل المستثمرون في هذه الأوراق على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية سواء كانت سهم أو سند أو أداة أخرى.

تلعب هذه السوق دورا أساسيا في الاقتصاديات الحديثة، حيث يتم فيها تنظيم سيولة الادخار على المدى الطويل، وتعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الأصول المنتجة، فغياب السوق الثانوية يمنع المستثمرين في الأسهم والسندات من استرجاع رؤوس الأموال الموظفة في الأوراق المالية إلا بعد انتهاء مدة الاستحقاق أو التصفية النهائية للمؤسسة المصدرة لها للحصول على قيمة الورقة.

في نفس السياق يمكن التمييز في السوق الثانوية بين السوق المنظمة و السوق الغير منظمة:

• السوق المنظم (Marché réglementé):

يقصد بالأسواق المنظمة بالبورصات، وتعد هذه الأخيرة بمثابة كيان له إطار أو مكان مادي ذو قوانين وأنظمة، يلتقي فيه وكلاء من مشتري وبائعي الأوراق المالية (أي وسطاء عمليات البورصة) لتنفيذ المعاملات.

وتسمى أيضا بالبورصة و هي عبارة عن مكان حقيقي معروف أو مكان افتراضي (موقع على شبكة الانترنت) يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المسجلة في السوق بيعا وشراء، كما تدار هذه السوق من طرف مجلس منتخب من أعضاء السوق.

• السوق غير المنظم (Marché de gré à gré):

وفيها تتداول الأوراق المالية غير المسجلة من خلال التجار، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث انه لا يوجد مكان محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات.

يطلق على السوق غير المنظم مصطلح سوق المفاوضة، هذه الأسواق ليس لديها مكان محدد وإنما هي عبارة عن شبكة اتصالات متطورة تجمع بين الوسطاء (السماسرة، التجار) لتنفيذ معاملات بيع وشراء الأوراق المالية الغير مدرجة في السوق المنظم ويعود السبب لكونها مؤسسات صغيرة الحجم، لا تتوفر لديها الشروط اللازمة لإدراج أوراقها، كما يمكن تقسيم السوق غير المنظم الى:

iii. السوق الثالث:

السوق الثالث هو جزء من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، يعتبر هذا السوق سوقا منافسا للأسواق المنظمة ويبرز ذلك في كونه سوقا مستمرا، على إستعداد دائم لشراء أوراق مالية أو بيعها يتميز بالسرعة في تنفيذ

العمليات الكبيرة وانخفاض تكاليف الصفقات نظرا لعدم دفع رسوم عضوية في هذا السوق، إضافة إلى امكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة، وتشكل المؤسسات الكبرى مثل صناديق التعاقد وشركات الاستثمار، القطاع الأكثر استثمارا في هذا السوق.

iv. السوق الرابع:

يتم التعامل في هذا السوق مباشرة بين المؤسسات الاستثمارية الكبرى أو بين الأفراد الأغنياء عن طريق شبكة اتصالات إلكترونية مثل (ISTINET) دون اللجوء إلى أعضاء بيوت السمسرة بهدف الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة وبالتالي التخفيض في التكاليف خاصة في حالة الصفقات الكبرى، فالسوق الرابع يسمح بإجراء عمليات البيع والشراء بسرعة أكبر مقارنة بالسوق الثالث والتعامل فيه يشمل كافة الأوراق المالية دون أن يقتصر على أوراق معينة.

ج. أهمية سوق الأوراق المالية:

تظهر أهمية سوق الأوراق المالية من خلال النقاط التالية:

- المساهمة في تعبئة الموارد المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة ومتوسطة الأجل، والمساعدة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في البورصة لمتابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أوراقها المالية ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهمها.
- توفير المعلومات اللازمة والبيانات التي تمكن المستثمر من الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة وذلك بإلزام الشركات بالإفصاح عن معلوماتها بما يضمن الشفافية التامة في السوق.
- إتاحة الفرصة لصغار المستثمرين لاستثمار مدخراتهم الصغيرة من خلال اختيارهم لشكل ومجال الاستثمار الذي يتوقعون منه الحصول على عوائد مناسبة تتماشى مع درجة المخاطرة المتحملة.

د. الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

تقوم سوق الأوراق المالية بوظائف متعددة ومتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتكمن هذه الوظائف فيما يلي:

- الوظيفة التمويلية: يتم تعبئة المدخرات في سوق الأوراق المالية حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي وتحويلها إلى الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، وبالتالي تعتبر سوق الأوراق المالية همزة وصل بين المدخر الراغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رأس المال.
- تحقيق التوازن في أسعار الأوراق المالية: يتم الإعلان في سوق الأوراق المالية عن أسعار الأوراق المالية بطريقة منتظمة تعكس الصحة المالية لمصدرها، وبالتالي يعتبر سوق الأوراق المالية وسيلة لقياس أداء المؤسسات.
- وسيلة لقياس قيمة رؤوس الأموال: تعتبر سوق الأوراق المالية أحد الركائز الأساسية لإقامة اقتصاد السوق، فالأسعار اليومية المعلن عنها في البورصة بالإضافة إلى تقنيات التحليل المالي المعتمدة من طرف المختصين المحللين تشكل منهجية لتقييم المؤسسات معترف بها من طرف المؤسسات المالية والمصالح الجبائية.

- تقديم المعلومات المالية وتوفير الشفافية: تسهر الهيئات المنظمة على تقديم المعلومات المالية المتعلقة بمختلف الأصول المالية والنقدية (أسهم وسندات) المتداولة في السوق للمتدخلين والمستثمرين، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات المدمجة والمسعرة (الإفصاح المالي) بطريقة منتظمة، بالتالي تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت.
- أداة لتسيير المخاطر: تعتبر سوق الأوراق المالية وسيلة فعالة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وذلك لكثرة وتنوع الأدوات بما يسمح بتقليل المخاطر وتخفيضها.
- كفاءة تقييم المشاريع: حيث تفرض الهيئات المنظمة للسوق الشفافية التامة في التعاملات وتجبر الشركات على الإفصاح على نتائجها بصفة دورية مما يساعد المستثمرين من تقييم الشركات المدرجة بطريقة واقعية، صحيحة وبكفاءة عالية.
- تقوية الائتمان الداخلي والخارجي: تعد عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية مظها من مظاهر الائتمان الداخلي، وإذا زادت مظاهر هذا الائتمان الداخلي بحيث تشمل الأوراق المتداولة في الأسواق العالمية سيصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء للقروض المختلفة.
- وظيفة تحويل الانتظار: يتميز الاستثمار في الأوراق المالية بقابلية السيولة، حيث يستطيع مالك الورقة المالية التخلص منها (بيعها) في وقت قصير. فالأوراق المالية ما هي إلا صكوك تقابلها أصول عينية وأخرى غير عينية في المؤسسة وبالتالي فالمساهم في المؤسسة يكون مالكا لجزء من تلك الأصول، فإذا قرر هذا الأخير التنازل عن حقه فلا يقوم ببيع هذه الأصول للحصول عليه، بل يقوم ببيع مساهمته التي يمتلكها في سوق الأوراق المالية.
- الحد من التضخم: تساعد سوق الأوراق المالية على الحد من ظاهرة التضخم في الاقتصاد، ويتم ذلك عن طريق جذب المدخرات وفائض السيولة النقدية عند الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك أو الائتزاز.
- توجيه الموارد نحو المجالات الواعدة والمربحة: تعمل سوق الأوراق المالية على تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد النقدية إلى المجالات الاقتصادية الأكثر تحقيقا للربح مما يساهم بشكل مباشر في زيادة وتيرة النمو الاقتصادي.

هـ. أهداف سوق الأوراق المالية:

باعتبارها مكان تلاقي العرض بالطلب على الأوراق المالية، تلعب سوق الأوراق المالية دورا حيويا على المستويين الجزئي والكلّي كما تعمل على تحقيق الأهداف التالية:

- جذب وتجنيد الادخار: تعمل سوق الأوراق المالية على جمع الادخار واستخدامه في تمويل المؤسسات والاقتصاد، فهي بذلك توظف الأموال المدخرة في نشاطات اقتصادية منتجة بدل بقائها مكتنزة.
- توزيع رأس المال الاجتماعي للمؤسسات: في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي في المؤسسة تكون هذه الأخيرة بحاجة إلى تمويل خارجي بأقل تكلفة ممكنة، ومن أهم هذه المصادر إدخال المؤسسة إلى سوق الأوراق المالية وذلك بتوزيع رأس مالها الاجتماعي على الأفراد والمؤسسات الراغبة في الاستثمار فيها، وتحصل بذلك المؤسسة على رؤوس الأموال الضرورية لنموها، كما تعتبر هذه العملية بمثابة حملة إشهارية تزيد من سمعة وشهرة المؤسسة.
- قياس وضعية الاقتصاد الوطني: تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لوضعية الاقتصاد الوطني بكل موضوعية، فالتغيرات التي تسجل فيها تؤثر على الاقتصاد والعكس صحيح في المدى القصير، أما على المدى الطويل تكون هذه السوق أكثر استقرارا، وبالتالي يمكن ترجمة السياسات الاقتصادية للبلد انطلاقا من المعطيات الصادرة من سوق الأوراق المالية.

- تعزيز وتطوير التجمعات الاقتصادية: فالشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية يتم تداول أوراقها المالية بسهولة، كما يسهل عليها تحويل رأس مالها الاجتماعي من شخص (طبيعي أو معنوي) لآخر من خلال تسعير الأوراق المالية بمقابلة العرض والطلب عليها مما يساعد على حدوث وإتمام عمليات وصفقات ضخمة، وتمثل هذه الصفقات الضخمة في صفقات لأغراض السيطرة، الرقابة، الامتصاص والاندماج.

2. بورصة الأوراق المالية

أصل كلمة بورصة يرجع الى اسم أحد كبار التجار الأغنياء في مدينة بروج البلجيكية اسمه VAN DER BOURCE، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار قصد التعامل بالأموال وهكذا أطلق اسم البورصة على المكان الذي كان يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات التبادل (الشراء والبيع).

ظهرت أول بورصة معاصرة في مدينة ليون الفرنسية سنة 1595 وكانت عبارة عن مكان يجتمع فيه رجال الأعمال أو ممثلهم لتعامل بالأموال في فترات زمنية محددة (من 10 سا إلى 17 سا ومن يوم الأحد إلى يوم الجمعة ما عدى أيام العطل). خلال القرن 19 عرفت البورصة قفزة نوعية، ففي هذه الفترة بالذات أصبحت الأموال تستثمر في أسهم المؤسسات، وصارت هذه الأخيرة تحفز نموها واستثماراتها بالاستعانة بمدخرات وفوائض الأفراد والشركات (بنوك، شركات التأمين، مؤسسات اقتصادية، مؤسسات حكومية... إلخ).

ابتداء من سنة 1980 شهدت الأسواق المالية تطورا لم يسبق له مثيل، حيث استطاعت هذه الأخيرة تجاوز البنوك في تمويل المؤسسات الاقتصادية. أما اليوم، أصبحت البورصة وبفضل التطورات التي تشهدها وسائل الإعلام والاتصال عموما والإعلام الآلي خصيصا مكانا (حقيقي / افتراضي) لعارضي وطالبي رؤوس الأموال، ومكانا لتبادل القيم المنقولة (الأوراق المالية من أسهم ملكية وسندات دين...) المطروحة من قبل الشركات والمقترحة للمدخرين.

أ. مفهوم البورصة:

تعد البورصة سوقا منظمة يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية التبادل على (سلع، أوراق مالية، عملات)، ومن ثم فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها الفرد ويحتاج إليها لإشباع حاجاته ورغباته، وتتوفر هذه السوق على قدر من العلانية والشفافية، حيث يتم التعامل فيها وفقا لقوانين تنظم الصفقات بين البائع والمشتري بما يخدم مصالحهما.

كما تقوم البورصة في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء القيم المنقولة (مختلف الأوراق المالية، المحاصيل الزراعية أو المواد الأولية... إلخ). فهي سوق التعامل بالقيم المنقولة بيعاً وشراء ويتم التعامل فيها وفقا لقوانين وقواعد تنظم الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتدخلين داخلها.

ب. مهام البورصة

للبورصة مهام عدة يمكن تلخيصها فيما يأتي:

- تنظيم العمل بقوانين وإجراءات منظمة لإصدار (لترح) وتداول لأوراق المالية والتعامل بها؛
- تجنب الآثار التضخمية لحد كبير؛
- المساهمة في الرقابة على الشركات في توظيف رؤوس الأموال بكفاءة؛
- السماح بمباشرة النشاط بالعملات القابلة للتحويل، وقبول طرح أسهم ومستندات الشركات والحكومات المختلفة بالعملات المختلفة، مما يؤدي إلى تحويل السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي أو دولي.

ج. أنواع البورصات:

- 1) بورصة المعادن النفيسة: هي سوق منظمة لها وجود مادي يتم التفاوض فيها على المعادن النفيسة (الذهب، الفضة، البلاتين) من قبل أعوان الصرف الذين يتم تعيينهم لتلك المهمة، إذ تخضع هذه السوق لرقابة الغرفة النقابية والدخول إليها يكون مخصص لأعوان الصرف، كما يخضع سعر الذهب في هذه السوق لقانون العرض والطلب ويباع عادة في أشكال مختلفة إما في شكل سبائك (Des lingots d'or) أو مسكوكات (Pièces d'or).
- 2) بورصة البضائع: يطلق عليها اسم البورصات التجارية، حيث تباع فيها المواد والسلع الإستراتيجية والمنتجات الأساسية ذات الاستهلاك الواسع مثل: القطن، القمح، السكر، اللحوم المجمدة...، والتي تتوفر على بعض الشروط:

عدم قابلية السلعة للتلف وإمكانية تخزينها.

قابلية السلعة للنقل بتكاليف معقولة.

أن يكون للسلعة مواصفات قياسية محددة (قابلة للكم).

أن يكون الطلب عليها واسع.

3) بورصة العملات الأجنبية:

هي إحدى أسواق التعامل في النقد الأجنبي، يتم فيها تبادل العملات، كما يتم فيها أيضا تحديد أسعار صرفها، يتواجد هذا النوع من البورصات في كافة أنحاء العالم ولا سيما في المراكز المالية الكبرى مثل: لندن، طوكيو، باريس ونيويورك، ترتبط هذه الأسواق فيما بينها بشبكات اتصال متطورة مما يضمن سهولة انتقال العملات من سوق إلى آخر، ويتحدد سعر العملات وفقا لقانون العرض والطلب عليها، تخضع هذه البورصة لرقابة الغرفة النقابية والبنك المركزي، والدخول فيها يخصص للوسطاء المتخصصين كالبانوك.

4) بورصة القيم المنقولة:

وتعرف على أنها مكان أو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون ومعتمدون أين يقومون بإبرام صفقات البيع والشراء لقيم متداولة بأسعار متفاوض عليها، تعرف بتسعيرة البورصة، شريطة أن تتمكّل العمليات تحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل وشفافية المعلومات المتدفقة فيه.

د. خصائص البورصة:

- تعتبر بورصة الأوراق المالية من الأسواق المنظمة لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، إضافة إلى وجود شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، ووجود هيئات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في بورصة الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية التي يحتاجونها؛
- تمتاز بورصة الأوراق المالية بأنها واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل عدة أجزاء من العالم في نفس الوقت؛
- تعتبر بورصة الأوراق المالية من أكثر الأسواق تطورا وتعطي للمستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق الأرباح؛
- توفر العلنية من خلال التزام البورصة بنشر البيانات المتعلقة بالأسعار اليومية للأوراق المالية وكذلك إصدار النشرات الدورية لحركة وحجم التداول؛

- الاستثمار في بورصة الأوراق المالية يعتبر ذوات مرتفع نسبيًا، وبالتالى فإنها تهتم بالمشترين في بورصة الأوراق المالية يكون الدخل أكثر من نحو السيولة والمخاطرة.

هـ. أهمية البورصة:

- تعبئة الموارد المالية والتحفيز على الادخار عن طريق رفع عوائد المدخرات التي تصبح موارد تمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات؛
- نشر سلوك الاستثمار من خلال النشاطات التي تتم داخل البورصة، حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون أو وسطاء ماليون بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة؛
- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر بورصة الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدول لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش؛
- المساهمة في الرقابة على الشركات من خلال إلزامها الشفافية والإفصاح عن البيانات والمعلومات والتقارير والقوائم المالية، وبيان واضح عن المركز المالي للمصدر، وأي معلومة مالية ذات علاقة بما في ذلك الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر، وبيانات التدفق النقدي المدققة من مراجع الحسابات، مما يؤدي إلى الحماية والعدالة والمساواة بين المستثمرين؛
- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في البورصة، نظرًا لزيادة لجوء الحكومات إلى الإقراض العام من الجمهور وذلك لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية.

و. نظم أو طرق تداول الأوراق المالية في البورصة:

- 1) نظام المزاد العلني (Enchères): وهو نظام يعطي الأولوية لأقل سعر عرض للبيع ولأعلى سعر طلب للشراء، ويتم التزايد في السعر وفق مدة محددة، وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية.
- 2) نظام التفاوض والمساومة (Négociation): يقوم هذا النظام على التفاوض والمساومة بين المتعاملين على الأسعار، فإذا تم الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة.

ز. طرق تحديد أسعار الأوراق المالية:

- 1) التسعير بالمناداة: يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم.
- 2) التسعير بالأدراج: توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر.
- 3) التسعير بالاعتراض والمقارنة: يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة وذلك عن طريق وسيط.

4) التسعير بالصندوق: تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

5) التسعير بالنسبة المئوية: تظهر الأسعار في جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الإسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع.

فيما يلي أمثلة على طرق التسعير (Cotation) في الأسواق المنظمة والغير منظمة:

i. نظام التسعير المقيدة أو المعلن عنه بواسطة المتحكمين في السوق (سوق غير منظمة):

هنا تنشأ الأسعار المعروضة على المتعاملين بواسطة " المتحكمين في السوق " Les teneurs de marché أو Market- makers، فهم:

- يعلنون باستمرار في نشراتهم عن أسعار تدخلهم سواء لبيع أو لشراء القيم المنقولة التي تقع على عاتقهم مسؤولية تداولها.
- يمثل هامش السعر Spread (الفرق بين أسعار الشراء والبيع على القيم) ربح المتحكم في السوق مصدر النشرة على كل وحدة من القيمة المنقولة.
- كل الأسواق الغير منظمة De gré à gré تستعمل هذه الطريقة في التسعير.

ii. نظام التسعير المحكوم بأوامر البورصة:

تنشأ الأسعار عن مقابلة الأوامر (بيع أو شراء) سواء بطريقة منتظمة Fixing أو بطريقة مستمرة Continu وتحدد هكذا أسعار القيم المتبادلة.

- يدرك المستثمر حالة تطور السوق في إطاره الشامل وهذا نظرا لشفافية السوق، مما يؤدي إلى انخفاض التكاليف وعدم التمييز بين المتعاملين.
- كل الأسواق المنظمة تستعمل هذه الطريقة للتسعير.

مثال:

الجدول 1: التسعير بالأوامر لورقة مالية (مثال على مقابلة أوامر البيع والشراء)

أوامر البيع	حدود الأسعار	أوامر الشراء
عدد الأوراق المعروضة المجموع	لشراء أو للبيع	عدد الأوراق المطلوبة المجموع
190	357	95
160	356	115
130	355	140
110	354	170
95	353	205
85	352	240

المصدر: من إعداد المؤلف.

يلخص جدول أعلاه عملية تحديد السعر الناتجة عن مقابلة أوامر البيع والشراء لورقة مالية معينة عند مختلف الأسعار. كما يمكن ملاحظته، يستقر السعر عند تعادل أو توازن حجم الطلب مع العرضي عند سعر 355 وحدة نقدية. تعاد عملية المقابلة كلما استدعى الأمر تحديد السعر من جديد.

ح. العوامل المؤثرة في الأسعار

تتأثر الأسعار في سوق القيم المنقولة بعوامل عدة يمكن تلخيصها في العوامل الثلاثة التالية:

- 1) سلوك المتدخلين في الأسواق المالية حيث يعتبر سلوك هؤلاء (والذي لا يكون دائما منطقيا) عاملا هاما في تطور الأسعار؛
- 2) الظروف الاقتصادية لديناميكية الاقتصاد (المحلي والدولي) تؤثر بشكل مباشر وقوي على نشاط البورصة. فالكساد، الأزمات، التضخم... إلخ، تدفع بالمتعاملين إلى التطلع المتواصل على المؤشرات الاقتصادية قصد التنبؤ بالتطورات المستقبلية للأسعار وتلعب دورا مباشرا في قراراتهم الاستثمارية داخل البورصة؛
- 3) عوامل أخرى كل الأحداث ذات الصلة المباشرة و الغير المباشرة بالحياة المجتمعية (مناخ، بيئة، عدالة،... إلخ) يمكنها التأثير على مؤشرات البورصة وقرارات المستثمرين. (وفاة Steve Jobs وقيمة أسهم شركة Appel المسعرة في سوق NASDAQ نهاية عام 2011).

3. الجهات المنظمة للبورصة

تتولى جهات معينة تنظيم مختلف العمليات التي تتم في بورصة الأوراق المالية والتي تعرف بلجان بورصة الأوراق المالية، حيث أن للبورصة لجنة تقع في الهرم الإداري للبورصة، ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجان العليا، لمساعدتها في المسائل المختلفة والمتعلقة بعمل البورصة.

أ. اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية: تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى.

مهامها:

- الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.
- الإشراف على الأسعار: كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.
- قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

ب. اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية: تختلف اللجان الفرعية من بورصة إلى أخرى ومن أهمها:

- (1) لجنة التأديب: مهمتها الفصل في المخالفات التي ترتكب في العمل والنظر في الشكاوى المرفوعة لها.
- (2) لجنة التحكيم: تختص بالفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين وكذلك في المنازعات التي تقع بين هؤلاء وعملائهم.
- (3) لجنة التسعيرة: تقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.
- (4) لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة وفقا للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة.
- (5) لجنة المقاصة: تختص بإجراء المقاصة (وهي طريقة تصفية محاسبية بين طرفين أو عدة أطراف تكون دائنة أو مدينة بعضها تجاه البعض الآخر) بين عمليات أعضاء البورصة بعضهم لبعض، من بائعين ومشتريين، أو دائنين ومدنيين.
- (6) لجنة المراقبة: تختص بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة البورصة.
- (7) الجمعية العمومية: تختص بالتصديق على الميزانية المقدمة إليها، وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تهم الأعضاء، والتي تتعلق بالبورصة وأعضائها.
- (8) لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وفقا للشروط التي وردت في قوانين ولوائح البورصة.

4. المتدخلون والوسطاء في البورصة

أولاً: المتدخلون في البورصة

يمكن التمييز بين نوعين من المتدخلين في البورصة

- المتدخلون المباشرين: نقصد بالمتدخلين المباشرين الأعضاء الذين ينفذون العمليات داخل البورصة والوسطاء والسماسرة.
- المتدخلون غير المباشرين: يتمثلون في المتعاملين الذين يصدر الأوامر سواء كانت أوامر شراء أو بيع للوسطاء والسماسرة.

ثانياً: الوسطاء في البورصة

يعد الوسيط في البورصة كل شخص معنوي أو طبيعي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء للأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري.

أ. أنواع الوسطاء:

- i. وسيط ذو نشاط محدود: يمارس هذا الوسيط مهمة واحدة في البورصة وهي التفاوض في القيم المنقولة دون النشاطات الأخرى.
- ii. وسيط ذو نشاط دائم: يقوم بكل العمليات على القيم المنقولة، فيمارس الوسيط بالإضافة إلى مهمة التفاوض الأنشطة التالية:
 - شراء وبيع القيم المنقولة لحسابه.
 - توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
 - تسيير المحافظ لحساب الغير بموجب توكيل.

ب. أهمية الوسطاء في البورصة:

للسيطة أهمية بالغة في نشاط البورصة لما يتميز به من علم وكفاءة وخبرة في شؤون سوق الأوراق المالية، فهو يمثل الطرف المؤهل الوحيد لدخول السوق وتنفيذ الأوامر. كما تظهر أهمية الوسيط في النقاط التالية:

- تقديم خدمات في مجال الاستثمار نتيجة الخبرة العملية والعلمية التي يحظى بها نتيجة لاحترافة هذه المهنة
- الخبرة والتخصص: يتميز الوسيط عادة بالخبرة العالية في عمليات البورصة وعمليات تسيير الأموال وتوظيفها، وبذلك يسهلون ويسرون التعاملات للمستثمرين.
- التقليل من تكاليف الحصول على المعلومات.
- اقتصاد الوقت: سواء ما تعلق بالوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين يقتصرون على توجيه الأوامر.

ج. الجهات المؤهلة للقيام بعمليات الوساطة في البورصة:

- (1) البنوك: اتسع نشاط البنوك ليشمل القيام بدور الوساطة في عمليات البورصة، إذ قامت معظم البنوك بفتح فروع متخصصة بالوساطة، مثل: تقديم النصائح والإرشادات المتعلقة بتوظيف الأوراق المالية وتسيير المحافظ الاستثمارية.
- (2) شركات التأمين: حيث تقوم بشراء وبيع القيم المنقولة لحسابها أو لحساب زبائنها وتسيير محافظ الأوراق المالية، والقيام بمهمة الإرشاد في التوظيف وعمليات التغطية.
- (3) صناديق التقاعد: تقوم بعمليات الوساطة لحسابها أو لحساب مجموعة من زبائنها عن طريق فتح فروع خاصة بالوساطة في عمليات البورصة.
- (4) شركات الاستثمار: تقدم هذه الشركات خدمات متعددة في مجال الوساطة في عمليات البورصة.
- (5) بيوت السمسرة: هي عبارة عن بيوت تتمتع بالاستقلالية التامة، أنشئت خصيصا للقيام بدور الوساطة، وعادة تكون في شكل شركات ذات أسهم. ويتمثل دورها الأساسي في:
 - متابعة المؤسسات للدخول إلى البورصة.
 - الدراسات والفحوصات المالية.
 - تسيير وتقييم محافظ الأوراق المالية.
 - تقديم النصائح والإرشادات.إن القيام بمختلف العمليات في البورصة يتطلب وجود متدخلين سواء كانوا غير مباشرين كالسمسرة والوسطاء بالإضافة للمندوب الرئيسي أو متدخلين مباشرين الذين يقومون بإصدار الأوامر.

- السمسرة: يعدون وسطاء في سوق الأوراق المالية يعملون على تنفيذ الأوامر ومقابلة رغبات البائعين والمشتريين مقابل حصولهم على عمولة.
- المندوب الرئيسي: يساعد السمسار في تنفيذ الأوامر.
- الأعضاء المنظمون: توكلهم البنوك للقيام بالتعاملات في البورصة.
- العملاء: قد يكون العملاء في شكل أفراد، شركات، بنوك أو حكومات.

بالنسبة للعملاء قد يكونون أفراد بشكل مباشر أو في شكل أحد صناديق الاستثمار كالمستثمرون المؤسساتيون (Investisseurs institutionnels) أو ما يعرف بـ "Les Zinzins" ويمكن تعريفهم على أنهم هيئات مالية تقوم بجمع موارد إدارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة ومن بين المستثمرين المؤسساتيين نجد:

- صناديق التقاعد (Les fonds de pension): توظف جزء هام من اقتطاعات المداخيل في بورصة القيم المنقولة قصد تحقيق عوائدها، وهذا لوجود فارق زمني طويل بين مدة الإقتطاع ومدة التسديد.
- شركات التأمين (les compagnies d'assurances): وهي مؤسسات مالية تقوم بالتأمين ضد الأخطار.
- صناديق البطالة (Les fonds de chômages): وظيفتها توفير علاوات للبطالين الذين كانوا قد انخرطوا فيها بشكل منظم قبل أن يجدوا أنفسهم بدون عمل، تستطيع هذه الصناديق توجيه أموالها للتوظيف في القيم المنقولة.
- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières: تتكون من تنظيمات مهمتها تسيير محافظ الأوراق المالية لحساب عملاء من صغار المستثمرين، وتتكون من:
 - شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) Sociétés d'Investissement à Capital Variable: هي التي يتكون رأسمالها من مجموعة مساهمات لأشخاص، وهذه المساهمات قابلة للزيادة والنقصان عن طريق التعديل في محفظة الأوراق المالية لها بإنضمام مساهمين أو بيع أوراق مالية.
 - شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت (SICAF) Sociétés d'Investissement à Capital Fixe: لايمارس فيها المساهمون حق الحيازة والتصرف المباشر في قيمة الأوراق المالية إلا باللجوء إلى السوق المالية وبيع حصصهم فيها.
 - الصناديق الجماعية للتوظيف (FCP) Fonds communs de placement: يتم فيها تجميع ادخارات العائلات غير المتخصصة نحو البورصة، وتسير من قبل هيئات متخصصة.
 - نوادي الاستثمار (CI) Clubs d'investissement: وتكون فيها المحفظة ملك لمجموعة من الأشخاص من خلال تقديم أعضائها لدفعات شهرية.

5. خصوصية والتحام البورصات عبر العالم:

أ. خصوصية البورصات:

بعدما كانت البورصات ملكية عمومية لعقود كثيرة، خصوصية أكبر الساحات المالية في العالم في نهاية القرن الماضي. وأصبحت شركات البورصة تتمتع بشروط الملكية الخاصة، مسعرة (Cotée) في البورصة، وتتصارع فيما بينها لجلب أقصى حد ممكن من المستثمرين ورؤوس الأموال حتى تصبح ضمن أهم الخيارات الاستثمارية للمؤسسات. كما تلاحمت أكبر الساحات العالمية وذلك لتسهيل الاستثمار وتوسيع قائمة القيم المنقولة المتداولة، وفيما يأتي بعض الأمثلة:

- أسست شركة Nasdaq سنة 1971 حيث كانت شركة عمومية غير ربحية، تحولت إلى شركة خاصة سنة 2001 ومسعرة في السوق المالية منذ 2002.
- التحام أهم البورصات العالمية فيما بينها: التحام بورصة باريس، ليشبونا، بروكسيل، وأمستردام في سنة 2000 لخلق بورصة Euronext، ثم التحام هذه الأخيرة مع بورصة نيويورك في 2007.

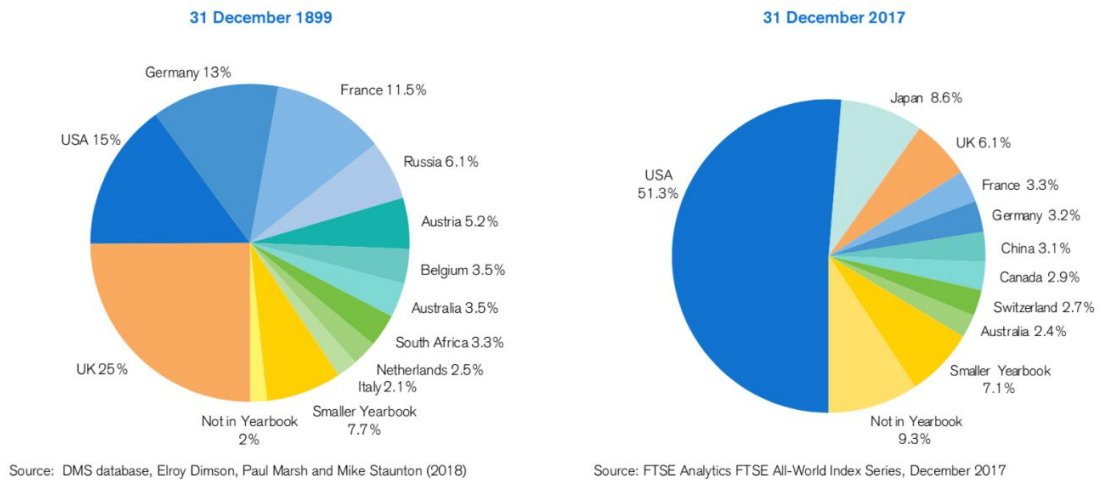
ب. أهم الأسواق المالية في العالم

تتواجد أهم البورصات العالمية في الدولة المتطورة وتلعب دورا مهما وفعالا في الحيوية والديناميكية الاقتصادية. من أهم الساحات العالمية نذكر (أنظر الشكل 5 أدناه):

- بورصة نيويورك: **New York Stock Exchange** وهي أكبر سوق مالية في العالم من حيث الرسملة، تحتوي مجموعة من المؤشرات، المؤشر الرئيسي هو **Dow Jones** (عينته تتكون من 30 مؤسسة رائدة في الاقتصاد الأمريكي)، وهي تحوي مؤشرات أخرى مثل: **Standads & Poor's 500**؛
- بورصة القيم التكنولوجية **NASDAQ** مؤشرها الرئيسي **Nasdaq Composite 100**. وهي ثاني ساحة مالية في العالم؛
- بورصة طوكيو: ثالث أكبر سوق مالية في العالم المؤشر هو **Nikkei**
- بورصة شنغهاي: رابع ساحة في العالم مؤشرها **Shanghai Stock Exchange**؛
- بورصة هونغ كونغ: خامس ساحة مالية في العالم مؤشرها **Hong Kong Stock Exchange**
- بورصة لندن: سادس أكبر سوق مالية في العالم المؤشر هو **FTSE 100**
- بورصة فرانكفورت: سابع ساحة مالية في العالم المؤشر هو **DAX**
- بورصة باريس: المؤشر هو **CAC40**

الشكل 5: الأحجام النسبية للبورصات العالمية (1899-2017)

Relative sizes of world stock markets, end-1899 versus end-2017



6. مؤشرات البورصة

أ. مفهوم مؤشر البورصة:

هو المؤشر الذي يقيس مستوى الأسعار في البورصة إستنادا إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم إختيار العينة بطريقة تسمح للمؤشر أن يعكس حالة البورصة المستهدف قياسها.

ب. دلالات مؤشر البورصة:

يدل مؤشر البورصة على معاني كثيرة لعل أهمها ما يلي:

- المؤشر يحسب من خلال معدل عينة للقيم المنقولة. هذا يعني أنه يحسب انطلاقاً من قيمة أسهم لمجموعة من المؤسسات ذات الأهمية في الاقتصاد الوطني (40 مؤسسة بالنسبة لمؤشر بورصة باريس CAC 40؛ 30 مؤسسة بالنسبة لمؤشر بورصة نيويورك Dow Jones؛ 100 مؤسسة بالنسبة لمؤشر بورصة لندن FTSE)
- هو عبارة عن وسيلة لقياس تطور اتجاه السوق بشكل عام أو جزء منها.
- المؤشر يقيس التغيرات والتحركات الحادثة في السوق.
- كل سوق مالية مزودة بمجموعة من المؤشرات، غالباً ما يكون أحدها رئيسياً والأخرى ثانوية أو قطاعية. (بورصة باريس تحوي مؤشرات ثانوية مثل SBF 120 أو SBF 250 ومؤشرات خاصة بقطاع التكنولوجيا IT.CAC و IT.CAC 50)
- من جهة أخرى، تلعب قيمة أسهم الشركات الممثلة دوراً هاماً في حركة المؤشر، فمثلاً يشكل رأس مال شركة Total حوالي 16% من مؤشر بورصة باريس CAC40، هذا يعني أن تراجع أو تصاعد قيمة أسهم Total يلعب دوراً حيوياً في ديناميكية المؤشر من جهة، وفي ثقل الشركة داخل المؤشر من جهة أخرى.

ج. استخدامات مؤشر البورصة:

- تنقل حركة المؤشر مجموعة من المعلومات الهامة لجميع المتدخلين في السوق يمكن تلخيصها كما يلي
- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة؛
 - الحكم على أداء المديرين المحترفين؛
 - التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها البورصة؛
 - تقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية.

د. المؤشرات الرئيسية لأهم البورصات الدولية:

i. الولايات المتحدة الأمريكية:

* مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة " Dow Jones Industrial Average "؛ وهو مؤشر بورصة نيويورك، تأسس سنة 1928 ويتكون من أسهم 30 شركة التي تعتبر من أكبر الشركات الصناعية، ويعتمد في حسابه على أساس سعر السهم.

* مؤشر ستاندارد أند بورز 500 " Standard and Poor's 500 "؛ وهو مؤشر بورصة نيويورك، تأسس سنة 1923 ويتكون من أسهم 500 شركة (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل و40 شركة في المجال المالي)، ويعتمد في حسابه على أساس القيمة السوقية.

ii. إنجلترا:

* مؤشر فاينانشال تايمز الصناعي 30 " Financial Times Industrial Ordinary 30 "؛ وهو مؤشر بورصة لندن، تأسس سنة 1935 ويضم 30 سهماً لأكبر الشركات الصناعية في البورصة.

* مؤشر فاينانشال تايمز 100 " Financial Times Stock Exchange 100 "؛ وهو مؤشر بورصة لندن، تأسس سنة 1984 ويتكون من 100 سهم، ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية.

iii. فرنسا:

* مؤشر كاك 40 CAC 40 "" : وهو مؤشر بورصة باريس، تأسس سنة 1987 ويضم 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في البورصة، ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية.

.iv ألمانيا:

* مؤشر داكس " DAX " : وهو مؤشر بورصة فرانكفورت، تأسس سنة 1987 ويتكون من 30 سهم للشركات الأكثر تميزا في البورصة.

.v اليابان:

* مؤشر نيكاي " NIKKEI " : وهو مؤشر بورصة طوكيو، تأسس سنة 1950 ويتكون من 225 سهم، ويعتمد في حسابه على أساس القيمة السوقية.

هـ. كيفية بناء مؤشرات البورصة:

هناك معايير يجب إتباعها لبناء مؤشرات البورصة وتمثل في:

أ- العينة: تقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة المثلة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من الشركات المشاركة في البورصة أو الشركات المشاركة في القطاع، ويقصد بها مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من حيث الحجم، الإتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان ذلك المؤشر أكثر تعبيراً عن أداء البورصة.

ب- الأوزان النسبية: يقصد بالأوزان القيمة النسبية للسهم داخل العينة ولتحديد الوزن النسبي للسهم توجد ثلاثة مداخل وهي:

- الوزن على أساس السعر: بما أنه يوجد سهم واحد لكل شركة مختارة لبناء المؤشر، فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع الأسهم، ومثال على ذلك: مؤشر داو جونز " Dow Jones ".
- الوزن على أساس الأوزان المتساوية: والذي يعطي قيم نسبوية متساوية لكل سهم، حيث يكون عائد المؤشر يساوي تماماً متوسط عائد الأسهم التي يتكون منها المؤشر ذاته، ومثال على ذلك: مؤشر فاينانشال تايمز 30 " Financial Times 30 ".
- الوزن على أساس القيمة: وفيه يتم إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة، فالشركة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، ومثال على ذلك: مؤشر ستاندارد أند بورز 500 " Standard and Poor's 500 ".

و. طريقة حساب المؤشر:

(1) طريقة المتوسطات: وفق هذه الطريقة يتم إعداد المؤشر اعتماداً على أسلوب المتوسط الحسابي، وهو عبارة عن مجموع أسعار أسهم الشركات الداخلة في المؤشر على عددها والنتيجة تكون عدد نقاط المؤشر، ويمكن إدخال الناتج في معامل وليكن 100 أو 1000، والمتوسط الآخر هو المتوسط الهندسي ويتم فيه أخذ الجذر النوني لحاصل ضرب أسعار الأسهم الداخلة في المؤشر.

(2) طريقة الرقم القياسي: وفق هذه الطريقة يتم إيجاد رقم قياسي للأسعار عن طريق قسمة إجمالي رأس المال السوقى لجميع الشركات الداخلة في المؤشر على رأس المال السوقى لها في أول يوم لحساب المؤشر.

7. الأسواق المالية الإلكترونية (ECN) Electronic communication networks

بعد ان سادت التكنولوجيا حياتنا اليومية وحولت إلى العالم قرية صغيرة بفضل تسهيلاتهما العديدة (إعلام آلي، انترنت...). استغلّت تطبيقاتها العديدة في ميدان المعاملات المالية داخل البورصات وحولتها من أماكن حقيقية إلى منصات افتراضية يمكن الوصول إليها بنقرة زر، ومزاولة النشاط فيها دون الحاجة إلى وساطة شرط فتح حساب خاص. وبطبيعة الحال أدت هذه التطورات إلى بروز تغيرات ذات طبيعة: تنظيمية، سلوكية وتنافسية.

يمكن القول أن تكنولوجيا الانترنت تسمح للمتدخلين في السوق المالية تجنيدها كأداة:

- الأداة التسويقية: وهذا بتحفيز الدينامكية التنافسية داخل الأسواق المالية، كما كان الحال عليه لما وصلت الشبكة إلى: البنوك وظهور الE-Banking؛ المؤسسات التجارية E-Trade... إلخ.
- أداة اتصال وإعلام: وهذا بتطوير الممارسات المالية، والتأثير على سلوك المتعاملين؛
- أداة تنظيمية جديدة: فقد أجبرت الانترنت المتدخلين في السوق إلى إعادة النظر في هياكلها التنظيمية وطريقة تنظيم السوق الجديدة.

أ. ظهور وتطور ال ECN

أدى تقاطع علوم الإلكترونيك والأتمتة والمنطق إلى تطوير برمجيات تستطيع ترتيب ومعالجة أوامر السوق المالية في سنة 1969 من طرف شركة Instinet وموجهة للاستعمال كحيز يتعامل فيه المستثمرون في و.م.أ. رسمت لجنة مراقبة عمليات البورصة الأمريكية SEC عمل شبكات الاتصال الإلكترونية بعدما سنت لها النصوص القانونية المنظمة لعملها في أكتوبر 1996. وفي 1998 كان مهما بالنسبة للجنة مراقبة عمليات البورصة أن توضح وتجبر الأطراف الراغبة في اقتحام السوق الجديدة الخيار بين انتحال شخصية الوسيط الإلكتروني أو البورصة الإلكترونية، وفيما سيأتي شرح لهما.

• الوسيط الإلكتروني E-

Broker: يشكل عروضها انطلاقاً من قائمة موجودة أصلاً، حيث يقيمتا بالبورصة، وينافسا الوسطاء الآخرين بالسماح للعارضين والمستثمرين بالتفاوض وضمباشرة على شبكتهم وتطبيقاً أسعاراً جاذبة. (منافسة داخل السوق)

• البورصة الإلكترونية E-stock

exchange: لها حق البحث عن المؤسسات الراغبة في دخول الأسواق المالية بغية تشكيل عروضها الخاصة، ويمكنها في نفس الوقت متابعة مهام الوساطة الإلكترونية. (منافسة سوقية داخلية وبينية).

إن نوعية السوق ترتبط كثيراً بكمياتها لا بكمياتها، وتكلفة المعالجة المنخفضة والسليمة. مثلت الحصة السوقية لهؤلاء المتدخلين الجدد 22% من السوق المالية الأمريكية سنة 1999 وقفزت إلى 40% سنة 2002 أي زيادة تعادل 70% في ثلاثة سنوات، مما يدل على مدى جاذبيتها واعتمادها من طرف المتدخلين.

ب. تعريف الأسواق المالية الإلكترونية (ECN)

تعرف (SEC) الأسواق المالية الإلكترونية على أنها أنظمة خاصة (Privés) تقوم باستقبال وتوزيع إصدارات وأوامر المتحكمين في السوق والمستثمرين على مستوى الأسواق المنظمة والغير منظمة للتعامل بالقيم المالية إلكترونياً.

ج. خصائص الأسواق المالية الإلكترونية

من خصائص هذه الشبكات:

- الهيكل الغير مادي؛
- القدرة على تعويض العنصر البشري؛
- السرية التامة؛
- "الانفتاح" على جميع المستثمرين المحتملين؛
- "تقديم" معلومات شفافة، تحاليل سوقية وخدمات أخرى؛
- السوق مفتوحة في كل الوقت؛
- السرعة الفائقة في التنفيذ.

د. إضافات الأسواق المالية الإلكترونية

فيما يلي سنستعرض بعض الأرقام ونسب التي توضح إيجابيات والتحويلات التي أنجبتها ال ECN

الجدول 2 : النسبة المئوية لحجم المعاملات لمعالجة خارج أوقات العمل للعشر « blue ships » في منصة Nasdaq السداسي الأول 2004.

النسبة المئوية لحجم المعاملات لمعالجة خارج أوقات العمل على حجم الكلي للبورصة Nasdaq.	السهم
6.03%	CISCO
8.2%	MICROSOFT
6,55%	APPLE
8,15%	NEXTEL
6,60%	QUALCOMM
6,20%	EBAY
7,96%	DELL
11,21%	COMCAST
8.31%	ORACLE
6.7%	INTEL

يوضح الجدول أعلاه أن المعاملات خارج التوقيت البورصة التقليدية مهم وهو في تصاعد مستمر. هذا يعني أن ال ECN لا تغلق أبوابها إطلاقاً وتسمح بالنشاط والمعاملات في كل وقت 24/24 ساعة طيلة أيام الأسبوع.

الجدول 3: نسبة المعاملات المنجزة في أقل من 10 ثواني. لسهم: Microsoft خلال نوفمبر 2004.

كل الصفقات	صفقات بأقل من 500 سهم	صفقات بأكثر من 500 سهم	ECN
81%	87%	95%	BRUT ECN
98%	96%	97%	B*TRADE
96%	98%	95%	INSTINET
89%	84%	100%	SUPERMONTAGE
99%	98%	99%	ARCHIPELAGO

يوضح الجدول أعلاه سرعة أداء الـ ECN، حيث يمكن لهذه المنصات معالجة كل المعاملات مهما كان حجمها في أقل من 10 ثوان.

الجدول 4: مقارنة بين متوسط سرعة التنفيذ في بورصة نيويورك / Nasdaq. ديسمبر 2004.

متوسط سرعة التنفيذ بالثواني		المؤشر
NASDAQ	NYSE	
0.9	1,59	S&P 500 Stocks
0.91	1,57	Dow Jones Stocks
1,1	1,72	Russel 1000 Stocks

نلاحظ من الجدول الخاص بمنصة بورصة نيويورك و Nasdaq أن متوسط سرعة تنفيذ المعاملات على المنصة لا يتجاوز الثانية.

8. كفاءة البورصة

أ. مفهوم كفاءة البورصة:

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية في السوق بصورة كاملة وبسرعة لكل معلومة جديدة يتحصل عليها كافة المتعاملين فيها، وبالتالي تعكس هذه الأسعار القيمة الحقيقية للأوراق.

يمكن تعريف السوق الكفاء (Le marché efficient) على أنه السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق إستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، حيث يكون السوق في حالة توازن مستمر، كما أن الأسعار السوقية للأوراق المالية تتساوى مع قيمتها الحقيقية.

ب. شروط قيام بورصة كفوءة:

- إتاحة المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون أي تكلفة، هذا ما يؤدي إلى تماثل المعلومات المتاحة (Symétrie de l'information). وتبعاً لذلك فإن توقعاتهم تكون متماثلة أيضاً.
- عدم وجود تكاليف للصفقات والمعاملات المالية، ولا تخضع الأرباح للضريبة.
- لا تتأثر أسعار الأوراق المالية بالقرارات الفردية للمتعاملين، بحيث لا يوجد أي نوع من أنواع الإحتكار الفردي كون أنه يوجد عدد كبير من المستثمرين والبائعين، وهو ما يعرف بعمق السوق (Profondeur du marché).
- أن يتصف كافة المتعاملين بالرشادة، حيث يسعون إلى تعظيم منفعتهم المتوقعة من مواردهم المتاحة.

ج. أنواع كفاءة البورصة:

1) كفاءة التسعير (L'efficience informationelle): تعرف أيضا بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها سرعة إستجابة الأسعار السائدة في البورصة للمعلومات الجديدة التي تصل إلى جميع المتعاملين فيها، دون فاصل زمني كبير ودون تحمل تكلفة عالية، هذا ما يساهم في إعطاء للجميع نفس الفرصة لتحقيق الربح.

2) كفاءة التشغيل (opérational'efficience): يطلق عليها أيضا بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكاليف عالية للوساطة، ودون أن يحتاج التجار وصناع السوق إلى تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر.

د. مستويات كفاءة البورصة:

1) المستوى الضعيف (Efficienc de forme faible): يعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة، حيث أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس المعلومات التاريخية لهذه الأوراق وبالتالي فإنه من غير الممكن الإستعانة بهذه المعلومات في التنبؤ بأسعار الأوراق في المستقبل من أجل تحقيق عوائد غير عادية.

2) المستوى شبه القوي (Efficienc de forme semi forte): يعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة المتوسطة، وطبقا لهذا المستوى لا تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات التاريخية فقط، بل تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة والمعلنة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالإقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالمؤسسة المعنية وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير (النتائج المحاسبية، الأرباح السنوية، توزيعات الأرباح، الإصدارات الجديدة)، وفي ظل هذه الفرضية فإنه من غير الممكن أن تحقيق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات.

3) المستوى القوي (Efficienc de forme forte): يعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة القوية تعكس الأسعار الحالية في هذا المستوى بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، وكل ما يمكن معرفته على المؤسسة، وبالتالي لا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة إحتكار المعلومات، ولا يستطيع أي مستثمر حتى ولو امتلك خبرة ومهارة في التحليل أن يحصل على أرباح غير عادية.

9. الأدوات المالية المتداولة في البورصة

أولاً: الأسهم

تعريف الأسهم:

يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول، يصدر عن شركة مساهمة (SPA) ويعطي حق الملكية لحامله ليمثل حصته في رأس مال الشركة، حيث تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس مال شركات المساهمة وذلك بعد طرحها للإكتتاب العام في السوق الأولي.

أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم إلى ثلاثة فئات:

- من حيث الشكل التي تصدر به: أسهم إسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر.
- من حيث نوع الجهة التي يقدمها الشريك: أسهم نقدية وأسهم عينية.

• من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها: أسهم عادية وأسهم ممتازة.

أ- الأسهم العادية

* تعريف الأسهم العادية و مختلف قيمها:

تمثل الأسهم العادية (Les actions ordinaires) صكوكا متساوية القيمة تشكل جزءا من رأس مال المؤسسة، وهي بمثابة أداة ملكية في شركات المساهمة، كما تعتبر مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ إستحقاق محددة وهي قائمة طالما كانت المؤسسة المصدرة لها قائمة ومستمرة.

للشهم العادي خمسة قيم: قيمة إسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، قيمة عادلة (قيمة نظرية) وقيمة تصفوية.

- القيمة الإسمية (La valeur nominale): هي القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس وهي ثابتة لا تتغير.

- القيمة الدفترية (La valeur comptable): أي القيمة المسجلة على دفاتر المؤسسات فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن كل من رأس المال المدفوع، الإحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

- القيمة السوقية (La valeur du marché): تعكس القيمة السوقية القيمة التي يباع ويشتريها السهم في سوق الأوراق المالية، حيث تتوقف هذه القيمة على مجموعة من العوامل منها: ظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، المركز المالي للمؤسسة المصدرة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل.

- القيمة العادلة (La juste valeur): هي قيمة يتم تحديدها بإستخدام عدة طرق منها طريقة التدفقات النقدية المالية.

- القيمة التصفوية (La valeur liquidative): تتمثل في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة عند إفلاسها، وبعد تسديد كل إلتزاماتها اتجاه الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

* خصائص الأسهم العادية:

☑ القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه في أي وقت.

☑ تساوي القيمة الاسمية: حيث يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة والغرض من ذلك هو تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين.

☑ المسؤولية المحدودة للمساهم: تحدد مسؤولية المساهم حسب نوع وقدر مساهمته في الشركة المصدرة.

* حقوق المساهمين:

- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة (المتداولة والثابتة) بشكل يتناسب مع حصته في الأسهم، وهذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

الحق في نقل الملكية: وهذا يعني أن حاملي الأسهم يستطيعون التنازل عن جزء أو كل أوراقهم عن طريق الأسواق الثانوية، وبذلك فالأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

- الحق في الإكتتاب: عندما تصدر الشركة أسهما جديدة، فحق الأولوية في هذه الأسهم يعود إلى حملة الأسهم العادية القدامى، وفي الغالب يجرى ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة (مجانية) تضاف إلى ما يمتلكونه قصد زيادة رأس مال الشركة.

- الحق في المشاركة في الإدارة: يتمتع حاملي الأسهم العادية بحق الإشتراك في إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحق لهم مراقبة أعمال المؤسسة وتتبع سياستها وإجراءاتها الإدارية.

- الحق في الأرباح الموزعة: يحق لحملة الأسهم حصة من الأرباح التي تحققها الشركة وتقرر توزيعها.

- الحق في الحصول على حصة من موجودات الشركة بعد التصفية: أي بعد تسديد الديون ودفع نصيب حملة الأسهم الممتازة.
ب- الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة (Les actions privilégiées) النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في أسواق الأوراق المالية، يمكن تعريفها على أنها أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي)، يحق لحاملها الحصول على عائد محدد سنويا بنسبة من القيمة الإسمية.

تلجأ إليه الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للإكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها، ولهذا المستند قيمة إسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية كما هو الحال بالنسبة للسهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

* خصائص الأسهم الممتازة:

☑ يعتبر السهم الممتاز أداة تمويلية من شأنها تخفيض نسبة الأموال المقترضة (القروض البنكية والسندات في هيكل رأس المال).

☑ لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية وهو بذلك يشبه السندات، كما لا يحق لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح أو نصيبهم من أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم منها.

☑ السهم الممتاز ليس له تاريخ إستحقاق إلا إذا نص قرار الإصدار على شروط إضافية مثل حق الإستدعاء.

☑ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة والإشتراك بها بما يضمن بقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد أصحاب الأسهم العادية.

ثانيا: السندات

1- تعريف السندات:

السندات صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، تثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة وهذا دون النظر إذا ما حققت الشركة أرباحا أم لا، وإقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها.

وتشمل السندات على:

* **الكوبون (couponle):** يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية، حيث أن معدل الكوبون أي الفائدة المستحقة على السند تتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الإستثمار في تلك السندات.

* **تاريخ الإستحقاق (La date d'échéance):** وهو التاريخ الواجب فيه قيام الجهة المصدرة بسداد القيمة الإسمية للسند والفائدة المستحقة، علما أن هذه الأخيرة تحسب على أساس القيمة الإسمية.

* **القيمة الإسمية (Valeur nominale):** هي القيمة المدونة على السند، وهي القيمة التي يتم على أساسها إحتساب الفائدة.

2- أنواع السندات:

أ- التصنيف حسب الجهة المصدرة:

* **سندات الشركات (Les obligations corporate):** تمثل هذه السندات أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي صكوك قابلة للتداول تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل طويلة تتراوح عادة ما بين خمس سنوات وثلاثين سنة، يعتبر حاملها دائنا له الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع له سنويا.

* **السندات الحكومية (Les obligations gouvernementaux):** ويطلق عليها أيضا بالسندات العامة أو السندات الشبيهة للخزينة (Obligations assimilables du trésor) فهي صكوك الدين العام طويل الأجل تصدر عادة من طرف البنوك المركزية، حيث تهدف الحكومات (الخزينة العمومية) من خلال هذا النوع من الإصدارات إلى الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في ميزانيتها أو لمواجهة التضخم، تتمتع هذه السندات بدرجة أمان عالية، وهذا لأن درجة المخاطرة فيها تكون منخفضة مقارنة بالسندات الأخرى.

ب- التصنيف حسب شكل السندات:

* **السندات لحاملها (Les obligations au porteur):** يطلق على هذا النوع من السندات بسندات الكوبون (Les obligations à coupon)، وهي ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء، تنتقل ملكيتها بمجرد الإستلام ويحق لحاملها الحصول على فائدة السند بمجرد التقدم إلى البنك بالكوبون المرفق لتحصيلها إضافة إلى القيمة الإسمية للسند.

* **السندات الإسمية (Les obligations nominatives):** يتم تسجيل السند الإسمي بإسم المستثمر، وتدفع الفوائد في هذا النوع من السندات إلا بشيك يحمل إسم صاحب السند، وهذا ما يضمن الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف، كما أنها غير قابلة للتداول في البورصة.

ج- التصنيف حسب المدة:

* **سندات قصيرة الأجل:** وهي سندات لا يتعدى أجلها عاما واحدا، تعد هذه السندات أداة تمويل قصيرة الأجل ويتم تداولها في السوق النقدي.

* **سندات متوسطة الأجل:** وهي سندات يزيد أجلها عن السنة الواحدة ولا يتجاوز 07 سنوات تتميز بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل.

* **سندات طويلة الأجل:** وهي سندات تزيد فترة إستحقاقها عن 07 سنوات ويتم تداولها في البورصة، تتميز بمعدلات فائدة مرتفعة.

د- التصنيف حسب الضمانات المقدمة:

* **السندات المضمونة بأصول (Les obligations garanties)**

* السندات غير المضمونة (Les obligations non garanties)

هـ- التصنيف حسب معدل الفائدة:

* سندات ذات معدل ثابت (Les obligations à taux fixe)

* سندات ذات معدل متغير (Les obligations à taux variable)

* سندات ذات الفوائد الدورية الصفرية (Les obligations à coupon zéro)

و- التصنيف حسب الحقوق والإمتيازات المقدمة لحاملها:

* سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية (Les obligations convertibles)

* سندات مصدرة بعلاوة (Les obligations émises avec une prime)

ن- التصنيف حسب معيار القابلية للإستدعاء:

* سندات قابلة للإستدعاء (anticipation Les obligations remboursables par)

* سندات غير قابلة للإستدعاء (Les obligations non remboursables)

الفصل الثاني: الأسواق المالية المشتقة

1. النشأة

ظهرت أول سوق مشتقة في هولندا (Marché des tulipes) في القرن 17 ولكن سرعان ما تسببت في أزمة مالية بسبب آليات التسعير و المضاربة.

في 1848 ظهرت أولى الأسواق المشتقة في ال.و.م.أ في (Chicago Board of Trade) مهامها مقابلة العرض و الطلب على الحبوب ما بين المزارعين و المفاوضين بالإضافة إلى محاولة توحيد معايير الكميات و النوعية المتبادلة. ظهر أول عقد لأجل خلال السنوات القليلة الآتية في السوق السالفة الذكر، و سرعان ما تفتن المضاربون إلى جاذبية هذه العقود (المضاربة على العقود أكثر جاذبية و ربحية من المضاربة على الحبوب نفسها) أول سوق منافسة في هذا المجال هي (Chicago Mercantile Exchange) تفتح أبوابها سنة 1919.

بدأت الأسواق المالية المشتقة في التطور بشكل ملفت للانتباه خلال ال 40 سنة الماضية و بالخصوص في ال.و.م.أ، حيث برهن أن هذا الإبداع المالي يحسن من نشاط الأسواق المالية و تسيير أفضل لتذبذبات أسعار الصرف، معدلات الفائدة، أسعار السلع أو أسعار القيم المالية المنقولة... إلخ

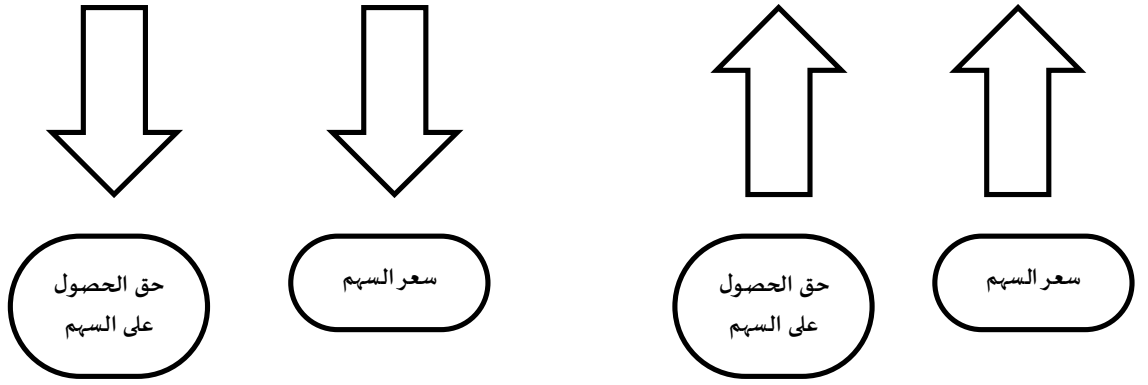
2. تعاريف

السوق المالي المشتق: هو سوق تتبادل في داخله منتجات مشتقة.

المنتجات المشتقة: عبارة عقود تشتق قيمتها انطلاقا من أسعار سلع (برميل نפט، ذرى، لحوم مجمدة، ذهب أو أي سلعة مسعرة في بورصة القيم، أو أصول مالية: أسهم، سندات، سعر الصرف، معدل فائدة، مؤشر... إلخ) تسمى الركيزة Sous jacent. ينتج عما سبق ذكره علاقة قوية ما بين قيمة العقد المشتق وقيمة الركيزة، هذه العلاقة مشتركة لجميع أنواع المنتجات المشتقة.

النتيجة أو ال Payoff : يعبر ال Payoff في عقد مشتق عن النتيجة النهائية له في الأجل أو عند حل العقد، والتي لا يمكن معرفتها من قبل بسبب تقلب الأسعار في السوق ويعبر عنها نقدا.

توضيح: إن المنتج المشتق من سهم على سبيل المثال، يعطي الحق في شراء السهم (ركيزة العقد) في تاريخ أجل. هذا يعني أن قيمة الحق مربوطة بقيمة الركيزة (السهم)، ففي حالة ما ارتفع سعر السهم في تاريخ الاستحقاق يصبح حق الحصول عليه جذابا والعكس صحيح.



3. أنواع الأسواق المشتقة

1. الأسواق المالية المشتقة المنظمة:

هي السوق "الفرعية" في السوق المالية المنظمة و المختصة في معالجة العمليات على المنتجات المشتقة تحت إشراف غرفة المقاصة (Chambre de compensation) التي تسهر على إلغاء خطر عدم السداد في الآجال.

2. الأسواق المالية المشتقة الغير منظمة (Over The Counter):

تدعى أيضا بالأسواق بالتراضي، هي أسواق بديلة للأسواق المنظمة، تدور فيها المفاوضات باستعمال الهاتف أو الانترنت ما بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وزبون.

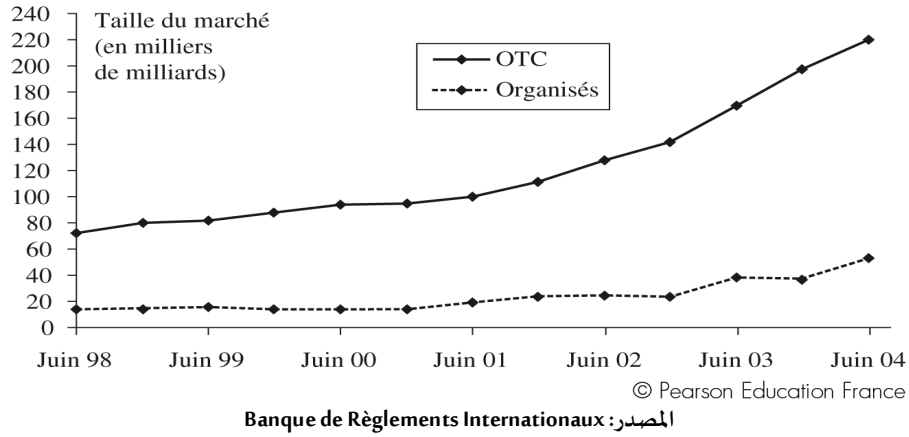
- تلعب المؤسسات المالية السالفة الذكر دور المتحكم في السوق.
- على عكس الأسواق المنظمة لا يوجد في الأسواق الغير منظمة هيئة لتسيير ومراقبة العمليات، الأمر الذي:
 - أ. يزيد من جاذبيتها حيث تتم فيها معالجة منتجات على المقاس؛
 - ب. زيادة خطر عدم السداد وبالتالي تشكل تهديدا لنظام المالي.

4. حجم السوق

إن رؤوس الأموال المتداولة في سوق المنتجات المشتقة تبلغ أرقاما مذهلة سواء كان ذلك في الأسواق المنظمة أو في الأسواق الغير منظمة. حسب بنكالتسوياتالدولية (Banque de Règlements Internationaux) فقد بلغت قيمة رؤوس الأموال المتداولة في السوق الغير

منظمة 220100 مليار \$ (ما يساوي 5X الناتج المحلي الخام العالمي) أما في الأسواق المنظمة فهي تساوي 49000 مليار \$

الشكل 6: حجم السوق المنظمة مقارنة بنظيرتها الغير منظمة (مليار\$)



5. العقود المتبادلة في الأسواق المشتقة

أ. العقود الأجلة أو Forward:

هو التزام بشراء أو بيع ركيزة في تاريخ أجل محدد وبسعر محدد. على أن يتم التوافق على السعر الأجل لحظة التعاقد ويتم اعتماده في الوقت الأجل المتفق عليه (قد يكون بعد شهر أو 3 أشهر أو 6 أشهر أو 9 أشهر أو سنة).

- فهو يختلف عن العقد الآني (Spot Operation) أين يكون التعامل بالسعر الآني (Spot) في اللحظة ذاتها.
- يتم التعامل التعامل بعقود Forward في الأسواق الغير منظمة فقط.
- يأخذ الطرف الشاري في العقد وضعية تسمى بـ المركز الطويل Long position ويأخذ الطرف البائع وضعية تسمى بـ المركز القصير Short Position.
- يعرف هذا النوع من العقود إقبالا كبيرا في سوق الصرف الأجنبي.

الجدول 5: سعر الصرف الآني والأجل عند البنك (يورو/دولار)

البنك	Bid (سعر الشراء)	Ask (سعر البيع)
Spot	1.1531	1.1535
Forward 1 mois	1.1520	1.1525
Forward 3 mois	1.1498	1.1503
Forward 6 mois	1.1465	1.1471
Forward 1 an	1.1399	1.1405

يمكن استعمال عقود Forward لتغطية خطر تقلبات أسعار الصرف. ففي حالة ما كان مستثمراً أمريكي على دراية في أنه بحاجة إلى 1 مليون € بعد 6 أشهر ويرغب في التغطية ضد تقلبات أسعار الصرف، يمكن له الالتزام مع البنك بشراء مليون يورو بعد 6 أشهر بسعر 1.1471 دولار مقابل 1 يورو.

ملاحظة: في هذه الحالة يأخذ المستثمر مركزاً طويلاً ويأخذ البنك مركزاً قصيراً

مركز قصير = بيع

مركز طويل = شراء

ب. العقود المستقبلية أو Future:

هو التزام بشراء أو بيع ركيزة في تاريخ أجل محدد وبسعر محدد. نلاحظ في الوهلة الأولى أنه لا يوجد فرق بين عقود Forwards وعقود Futures. فيما يأتي نشرح ونبين أهم أوجه الاختلاف بين هاذين النوعين من العقود:

- عقود Forwards و Futures متشابهة من حيث المبدأ، إلا أن هذه الأخيرة يتم التعامل بها داخل الأسواق المنظمة فقط و الأولى في الأسواق الغير منظمة فقط.
- في عقود Futures لا تعرف أطراف العقد بعضها وتضمن لجنة مراقبة عمليات البورصة السير الحسن للعمليات.
- خلافا لعقود Forwards لا يحدد تاريخ استحقاق وإنما مدة استحقاق (غالبا ما تمتد من أسبوع إلى ثلاثة أسابيع).
- تحدد لجنة مراقبة عمليات البورصة كمية/حجم الركيزة في العقود (standardisation des contrats) وطريقة تسعير العقد، وفي حالة المواد الأولية فهي تحدد أيضا نوعية ومكان تسليم الركيزة.

ج. الخيارات Options:

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في السوقين المنظمة والغير منظمة، وهي على نوعين:

- خيار الشراء Call: تعطي الحق (ولا تلزمه) لحاملها في شراء ركيزة بتاريخ وسعر وكمية محددة.
- خيار البيع Put: تعطي الحق (ولا تلزمه) لحاملها في بيع ركيزة بتاريخ وسعر وكمية محددة.

ينتج عن عقد الخيار 4 عمليات:

- أ. شراء Call
- ب. شراء Put
- ت. بيع Call
- ث. بيع Put

خلافا للعقود Forward/Future يلتزممقتنيا الخيار بدفع مبلغ مالي أو ليمحدد يسمى بـ "علاوة (Prime)" مقابل الحصول على العقد.

ملاحظة:

إذا كان الخيار يُمكنُ حامله من تحصيله فبأي وقت تحت تاريخ الاستحقاق يسمى الخيار أمريكي، أما في الحالة التي لا يمكنه من تحصيله إلا في تاريخ الاستحقاق يسمى الخيار أوروبيا.

6. النتيجة في العقود Payoff

أ. في عقود Forward أو Futures:

لتسهيل فهم المبدأ نأخذ بعين الاعتبار الجدول 5 السابق. يلزم عقد Forward المستثمر بتوفير 1.1471 مليون دولار والبنك بتوفير 1 مليون يورو في الأجل المحددة بـ 6 أشهر. فما هي النتيجة عند الآجال؟

- الحالة الأولى: سعر الصرف الآني Spot يوم التسليم هو 1.16

في هذه الحالة سيدفع المستثمر 1.1471 مليون دولار عوض 1.16 مليون دولار (حالة تبديل الدولارات بسعر Spot).

نتيجة العقد (Payoff) = $1147100 - 1160000 = -12900$ \$.

▪ الحالة الثانية: سعر الصرف الآني يوم التسليم هو 1.14

في هذه الحالة سيدفع المستثمر 1.1471 مليون دولار عوض 1.14 مليون دولار.

$$\text{Payoff} = 1140000 - 1147100 = -\$7100$$

ومنه يمكن أن نستخلص القاعدتين التاليتين:

$$\text{Payoff مركز طويل} = K - ST$$

$$\text{Payoff مركز قصير} = K - ST$$

أين:

▪ ST: هو السعر الآني في اللحظة T (أي يوم التسليم)

▪ K: هو السعر الآجل والمحدد سابقا.

ملاحظة: لا تتطلب عقود Forward نفقات إضافية وبالتالي يمثل ال Payoff سواء الربح أو الخسارة للمتعامل.

ب. في الخيارات:

كما ذكرنا سابقا الخيارات نوعين Put/Call كل واحد منهما يربط بين شاري وبائع، يدفع البائع دائما علاوة (P) لا يمكنه استرجاعها مقابل الخيار وتوجه مباشرة إلى بائع الخيار مهما كان الظروف أو النتائج.

i. خيار الشراء Call

في خيار الشراء يكون حامله أمام خياران: اقتناء الركيعة في الآجال أو الامتناع حسب تغيرات الأسعار الآنية مقابل دفع علاوة غير قابلة للاسترجاع.

$$\text{بالتالي: } P - (K - ST) = \text{PAYOFF}_{\text{ACHAT CALL}}$$

أما فيما يخص بائع الخيار فهو ملزم بإتباع قرار مقتني ال Call، فقد يجد نفسه في الآجال في مركز قصير أو لا مقابل الحصول على العلاوة نهائيا.

$$\text{بالتالي: } P + (ST - K) = \text{PAYOFF}_{\text{VENTE CALL}}$$

ii. خيار البيع PUT:

في خيار البيع يكون حامله أمام خياران: بيع الركيعة في الآجال أو الامتناع حسب تغيرات الأسعار الآنية مقابل دفع علاوة غير قابلة للاسترجاع.

$$\text{بالتالي: } P - (ST - K) = \text{PAYOFF}_{\text{ACHAT PUT}}$$

أما فيما يخص بائع الخيار فهو ملزم بإتباع قرار مقتني ال PUT، فقد يجد نفسه في الآجال في مركز طويل أو لا مقابل الحصول على العلاوة نهائيا.

$$\text{بالتالي: } P + (K - ST) = \text{PAYOFF}_{\text{VENTE PUT}}$$

7. التمثيل البياني للعقود الآجلة /المستقبلية و الخيارات:

أ. العقود الآجلة (FORWORDS/FUTURES)

حتى تسهل عملية استيعاب وتمثيل العقود الآجلة بيانيا، نأخذ بعين الاعتبار المثال السابق والمتعلق بالمستثمر الأمريكي الذي يتعاقد مع البنك لشراء حجم من عملة اليورو بعد 6 أشهر، أسعار الصرف ملخصة في الجدول أدناه.

البنك	Bid (سعر الشراء)	Ask (سعر البيع)
Forward 6 mois	1.1465	1.1471

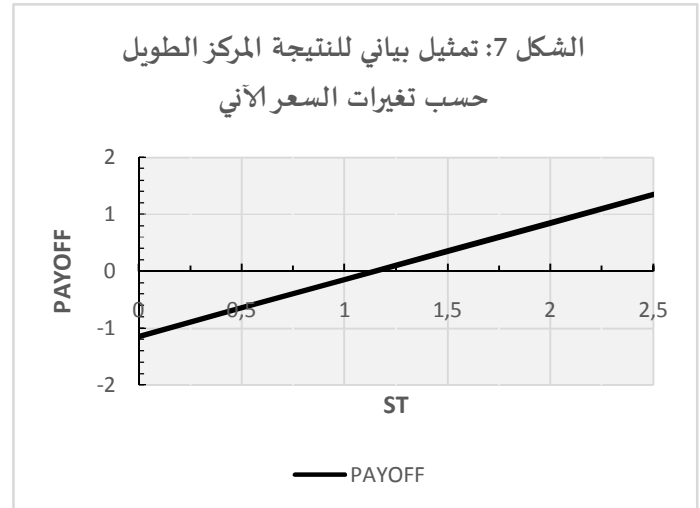
يمكن تمثيل النتائج (Payoff) للعقود الآجلة بيانيا في معلم متعامد ومتجانس، أين يعبر المحور الأفقي على تغيرات السعر الآني (والذي لا يمكنه أن ينزل تحت قيمة الصفر)، أما المحور العمودي فيعبر على النتيجة والتي يمكنها أن تكون سالبة أو موجبة.

ففي المراكز الطويلة يمكن التعبير على النتيجة بالمعادلة: $\text{Payoff (مركز طويل)} = K - ST = 1.1471 - ST$

وهي بدورها تعبر على خط مستقيم ذو الميل الموجب. في المثال السابق يكون التمثيل البياني كما هو موضح في الشكل 7.

ما نلاحظه من خلال التمثيل البياني:

- أكبر خسارة ممكنة على العقد تكون عند تراجع الأسعار الآنية إلى الصفر ويساوي -1.1471
- تكون النتيجة خسارة (سالبة) إذا كان السعر الآني محصورا في المجال $[0, 1.1471]$
- تعادل النتيجة الصفر عندما يتساوى السعرين الآجل والآني عند السعر 1.1471
- تكون النتيجة ربحا (موجبة وهي غير محدودة) إذا كان السعر الآني محصورا في المجال $[1.1471, +\infty]$

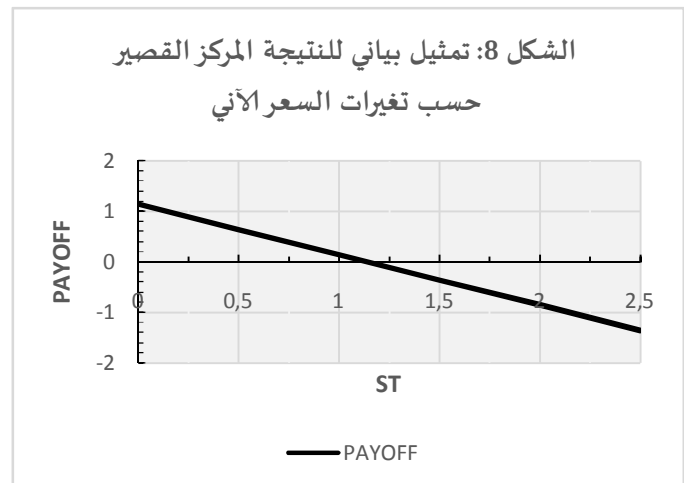


أما التمثيل البياني للمراكز القصيرة فهو يشبه المراكز الطويلة، إلا أن مستقيم النتائج يكون ميله سالبا، ويعبر عنه بالمعادلة

$\text{PAYOFF مركز قصير} = ST - K = ST - 1.1471$

ما نلاحظه من خلال التمثيل البياني:

- أكبر ربح ممكن للبائع يساوي 1.1471 .
- يحقق البائع ربحا لما ST محصور في $[0, 1.1471]$
- تعادل النتيجة الصفر عندما يتساوى السعرين الآجل والآني عند السعر 1.1471



- تكون النتيجة خسارة (سلبية وهي غير محدودة) إذا كان ST محصورا في المجال 1.1471 ، $+\infty$

ب. التمثيل البياني للخيارات:

i. خيارات البيع Put

نأخذ بعين الاعتبار مثال المتحوط ضدخطر تراجع قيمة أسهمه (Peugeot)، أين يقوم هذا الأخير بشراء عقود Put (يمكنه كل عقد من بيع 10 أسهم بسعر 65 يورو/وحدة).مقابل علاوة 2.5 يورو/خيار.

يكون التمثيل البياني للخيار مركبا من مركز قصير (بيع الأسهم) وهو عبارة عن مستقيم ذو الميل السالب، إضافة إلى مستقيم ذو ميل يساوي الصفر ويمثل المجال الذي يزيد فيه سعر السهم عن 65 € أين يتطمأن المتحوط على قيمة أسهمه ويتراجع عن بيعها ولكنه في نفس الوقت يخسر العلاوة التي لا يمكنه استرجاعها.

يمكن صياغة $\text{Payoff}_{\text{Achat PUT}}$ رياضيا كالتالي:

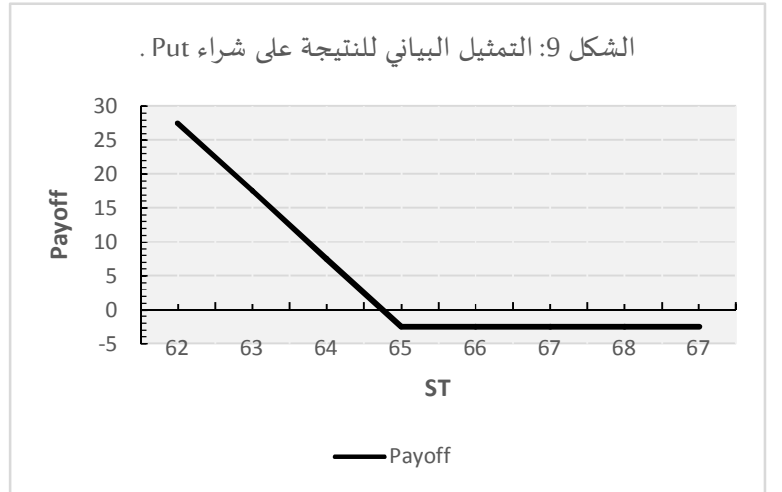
$$(P-) + (ST - K)10 = \text{Payoff}_{\text{Achat PUT}}$$

$$\text{ST}10 - 647.5 = 2.5 - (ST - 65)10 = \text{Payoff}_{\text{Achat PUT}}$$

ويمثل ال Put_A بيانيا كمل هو موضح في الشكل 9.

ما نلاحظه من خلال التمثيل البياني:

- أكبر ربح يتحقق لما ST يساوي الصفر: €647.5.
- يحقق المتحوط ربحا لما يكون ST ينتهي إلى المجال $[0, 64.75]$
- تكون النتيجة تعادل 0 لما $ST = 64.75$ € (لا ربح ولا خسارة).
- لما ST ينتهي إلى $[64.75, 65]$ تكون الخسارة على كل خيار أقل من €2.5، لذا يطبق الخيار لتقليل الخسائر.
- لما ST ينتهي إلى $[65, +\infty]$ تكون الخسارة €2.5 وهي



أكبر خسارة يتكبدها شاري ال Put

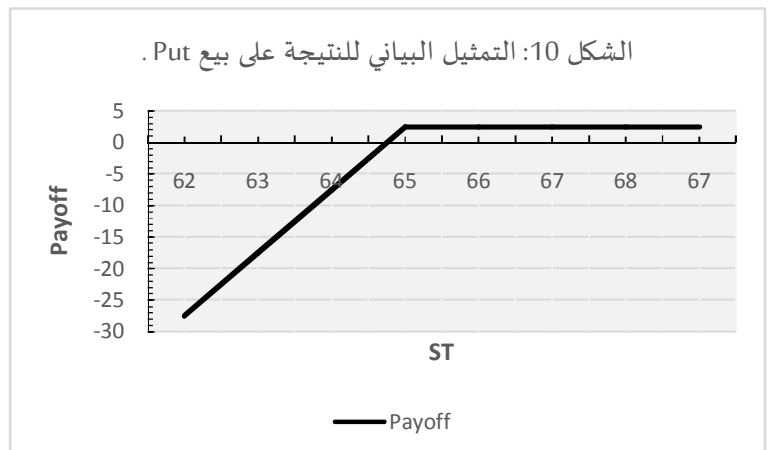
يقابل شراء ال Put بيع لنفس ال Put وهي الحالة المعاكسة تماما. بيانيا تتناظر منحنيات شراء وبيع ال Put بالنسبة لمحور الأسعار الآتية.

يمكن صياغة $\text{Payoff}_{\text{Vente PUT}}$ السابق كالتالي:

$$P + (K - ST)10 = \text{Payoff}_{\text{Vente PUT}}$$

$$647.5 - ST10 = \text{Payoff}_{\text{Vente PUT}}$$

ما نلاحظه من خلال التمثيل البياني:



- أعلى خسارة ممكنة تكون لما $ST = 0$ وتعادل -€647.5.
- يتكبد البائع خسارة لما ST محصور في $[0, 64.75]$.
- تكون النتيجة تعادل 0 لما $ST = 64.75$ € (لا ربح ولا خسارة).
- لما ST محصور في $[64.75, 65]$ تكون النتيجة ربحا.
- أكبر ربح هو العلاوة €2.5 لما ST ينتهي إلى $[65, +\infty]$.

ii. خيارات الشراء Call

كما شرحنا سابقا خيارات الشراء (Call) تعطي الحق لحاملها في شراء الركييزة في الأجل، وهي تربط بين طرفين هما: شاري ال Call وبائع ال Call. يكون حامل ال Call في حالة مركز طويل إذا قرر تفعيل خياره في الأجل (مستقيم ذو ميل موجب)، وفي حالة ما كانت تغيرات الأسعار في غير صالحه يتراجع هذا الأخير وتختصر خسارته في العلاوة المدفوعة مسبقا (مستقيم ميله صفر).

لنأخذ نفس معطيات مثال ال Put السابق ($K=65$ € و $P=2.5$ €) حتى نسهل فهم طريقة عمل والتمثيل البياني لل Call.

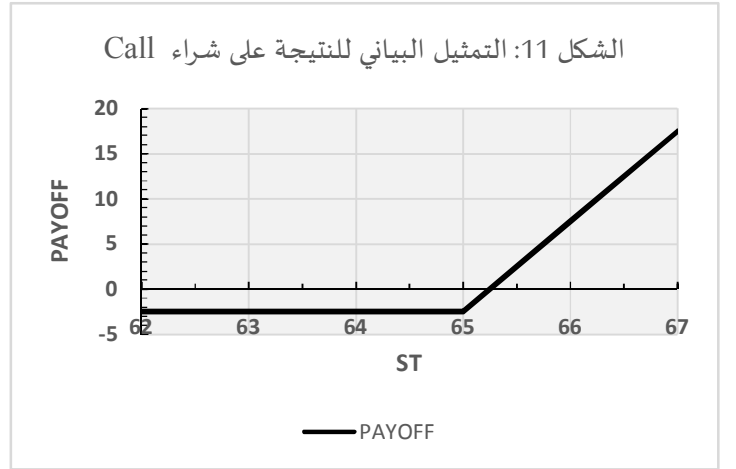
يمكن صياغة $\text{Payoff}_{\text{achat CALL}}$ السابق كالتالي:

$$\text{Payoff}_{\text{achat CALL}} = (P-) + (K - ST)10$$

$$652.5 - ST10 = \text{Payoff}_{\text{achat CALL}}$$

ما نلاحظه من خلال التمثيل البياني:

- أكبر خسارة ممكنة لحامل ال Call تتمثل في قيمة العلاوة €2.5 على المجال $[0, 65]$.
- في المجال $[65, 67.5]$ يفعل الحامل خياره لتقليص الخسارة و استرجاع جزء من العلاوة.
- لما $ST = 67.5$ € تكون النتيجة تساوي الصفر (لا ربح ولا خسارة).
- لما ST محصور في $[67.5, +\infty]$ يحقق حامل ال Call ربحا.



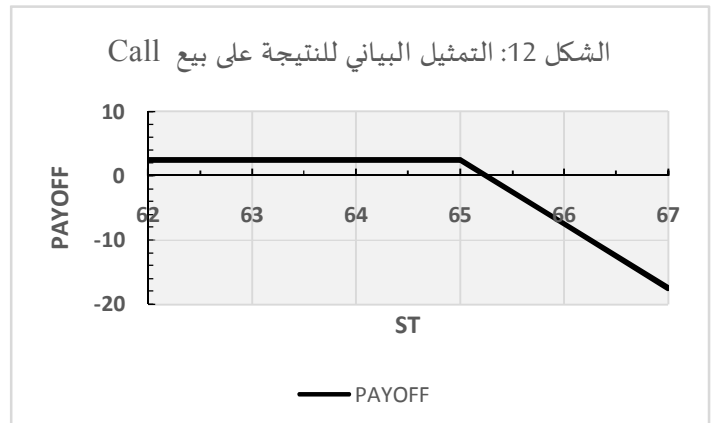
كما هو الحال ما بين شاري وبائع ال Put، تتقابل أوامر الشراء والبيع على نفس ال Call وتتناظر منحنيهما بالنسبة لمحور الأسعار الآنية كما هو موضح في الشكل أدناه.

يمكن صياغة $\text{Payoff}_{\text{vente CALL}}$ رياضيا بالمعادلة التالية:

$$P + (ST - K)10 = \text{Payoff}_{\text{vente CALL}}$$

$$ST10 - 652.5 = \text{Payoff}_{\text{vente CALL}}$$

ما نلاحظه من خلال التمثيل البياني:



- أكبر ربح يحققه بائع ال Call هو قيمة العلاوة €2.5 على المجال [0 ، 65].
- لما ST محصور في [65 ، 67.5] تتراجع أرباح البائع.
- تكون النتيجة تعادل الصفر لما $ST = 67.5$.
- يتكبد البائع خسارة لما يكون ST محصور في $[67.5 ، +\infty]$.

8. المتدخلون في السوق

نميز ثلاثة مجموعات أساسية تتدخل داخل الأسواق المشتقة:

- المتحوطون Les Hedgers: وهم يستعملون العقود المشتقة بغرض تغطية مخطر تراجع قيمة الركيمة.
- المضاربون Les Spéculateurs: وهم يتدخلون بالمضاربة على زيادة في قيمة الركيمة أو تراجعها في الآجال (حسب المركز طويل/قصير).
- المرجحون Les Arbitragistes: وهم يحاولون انتهاز فرصة عدم التوافق في الأسعار ما بين الأسواق المالية المشتقة المختلفة.

أ. المتحوطون (les Operateurs en Couverture) Les Hedgers

بعدما شرحنا الهدف من وراء تدخل المتحوط في سوق المشتقات المالية، سنوضح فيما يلي كيفية تدخله لتغطية (أو التقليل) ضد مخاطر تقلبات السوق وذلك بالحيازة على عقد آجل أو على خيار.

1) أمثلة للتحوط باستعمال Forward:

- i. يشتري تاجر أمريكي (أ) سلعا من أوروبا بقيمة 10 ملايين يورو بعد ثلاثة أشهر. أسعار الصرف الآنية والآجلة كما في الجدول أدناه.

سعر الصرف الآني و الآجل يورو/دولار		
سعر البيع (Ask)	سعر الشراء (Bid)	
1.1535	1.1531	السعر الآني Spot
1.1503	1.1498	Forward 3 أشهر

يمكن للتاجر التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وذلك بأخذ مركز طويل على 3 أشهر والحصول على Forward يتيح له التصريف بسعر 1.1503.

في تاريخ الاستحقاق: يكون التاجر أمام إحدى الحالتين التاليتين:

- إذا كان سعر الصرف الآني 1.14 فالتاجر سيدفع أكثر (11.503 مليون € للحصول على 10 مليون \$).
- أما إذا ارتفع سعر الصرف الآني حينها إلى 1.17، سيندم التاجر في حالة عدم تغطيته لخطر تقلب سعر الصرف (يدفع 11.7 مليون €).

- ii. يبيع تاجر أمريكي (ب) سلعه إلى مستورد ألماني بقيمة 10 ملايين يورو بعد 3 أشهر. يمكن لتاجر تغطية خطر سعر الصرف وذلك بأخذ مركز قصير على 3 أشهر 1.1498.

ملاحظات:

- حالة التاجر (ب) هي مماثلة لحالة التاجر (أ) ففي حالة ما ارتفع سعر الصرف قد يندم التاجر تغطيته لسعر الصرف، والعكس في حالة تراجع سعر الصرف.
- يبين المثالين السابقين نقطة هامة فيما يخص التغطية. فالتكلفة معروفة مسبقا، ولا يمكن "توقع" ما إذا كانت نتيجة التعامل بالأسعار الآنية أو الأجلة أكثر منفعة للتاجر.

2) مثال للتحوط باستعمال الخيارات Option:

نظرا لظروف الاقتصاد المتدنية يريد مستثمر التحوط ضد مخطر تراجع قيمة أسهمه (Peugeot) 1000 وحدة والتي يقدر سعرها الآني بـ 73 يورو/وحدة.

يمكن للمستثمر شراء 100 عقد Put (يمكنه كل عقد من بيع 10 أسهم بسعر 65 يورو/وحدة). إذا كان سعر الـ Put 2.5 يورو/وحدة (العلاوة)، يدفع المستثمر $100 * 2.5 = 2500$ يورو.

تكلفة استراتيجية المستثمر (2500 يورو) تضمن له بيع أسهمه بسعر لا يقل عن 65 يورو خلال مدة العقد.

- في حالة تراجع قيمة السهم تحت 65 €، يبيع المستثمر أسهمه، وتكون النتيجة النهائية كالتالي $62500 = 2500 - 65 * 1000$
- في حالة بقاء سعر السهم فوق 65 يورو لا يبيع المستثمر أسهمه وتصبح قيمتها أكثر من 62500 €

مقارنة بين استعمال الـ Forward والـ Option:

هناك اختلاف جوهري ما بين التغطية باستعمال العقود لأجل والتغطية باستعمال الخيارات:

- العقود Forward تسمح بمحايدة (Neutraliser) الخطر، وهذا بمعرفة سعر البيع والشراء مسبقا:
- الخيارات Option تعتبر ضمانا لحاملها، حيث أنها تصبح أداة وقاية ضد تقلبات الأسعار بالإضافة إلى منح الحامل إمكانية الاستفادة من التقلبات التي تكون في صالحه مقابل تكلفة شراء الخيار (العلاوة).

ب. المضاربون Les Spéculateurs

نعتبر الآن الحصول على العقود الأجلة أو الخيارات من طرف المضاربين. فإذا كان المتدخلون قصد التغطية يحاولون التقليل أو حذف مخطر تقلبات سعر الركيزة، يحاول المضاربون الرهان على تغيرات الأسعار واقتناء عقود حسب توقعاتهم.

أ. مثال للمضاربة باستعمال العقود المستقبلية Futures:

يتوقع مضارب أمريكي أن سعر صرف اليورو سيرتفع مقابل الدولار خلال الشهرين القادمين، وهو يريد المضاربة على قيمة 250.000 €. أسعار الآنية والأجلة كما في الجدول أدناه.

سعر الصرف الآني والأجل يورو/دولار	
Bid	
1.6470	Spot
1.6410	Future على شهرين

- يمكن للمضارب شراء اليورو مباشرة مقابل دفع 411750\$ وانتظار ارتفاع سعر اليورو.
 - كما يمكن للمضارب الحصول على عقد أجل لشهرين ويدفع في الآجال 410250\$.
- بعد شهرين يكون المستثمر أمام حالتين:

i. ارتفاع سعر صرف اليورو الآني إلى 1.7000:

- **Payoff** في حالة ما قام المستثمر بتعامل بالسعر Spot (شراء اليورو مباشرة)

$$\$ 14000 = 411750 - (1.7 * 250000)$$

- **Payoff** في حالة عقد أجل :

$$\$ 14750 = 410250 - (1.7 * 250000)$$

ii. انخفاض سعر الصرف اليورو الآني إلى 1.6000:

- **Payoff** في حالة عملية Spot:

$$\$ 11750 = 411750 - (1.6 * 250000)$$

- **Payoff** في حالة Future:

$$\$ 10250 = 410250 - (1.6 * 250000)$$

ب. مثال للمضاربة باستعمال ال:Option

خلال شهر أكتوبر يتوقع مضارب تحسن أسعار شركة France Telecom خلال الشهرين القادمين. السعر الآني لسهم 20 € أما ال Call على شهرين (ديسمبر) لسعر نشاط 25 € فسعره 1 €. يريد المستثمر القيام باستثمار أولي قيمته 4000 €. في هذه الحالة يمكن للمضارب:

1. شراء أسهم بقيمة 4000 € بسعر آني 20 € (200 سهم).

2. شراء Call 4000 بسعر 1 € لكل خيار.

i. الاحتمال الأول: ارتفاع سهم الشركة إلى 35 €/سهم

- نتيجة العملية الآنية = $200 * (20 - 35) = €3000$

- نتيجة شراء الخيار = $4000 - 4000 * (25 - 35) = €36000 (X12)$

ii. الاحتمال الثاني: تراجع قيمة سهم الشركة إلى 15 €/سهم

- نتيجة العملية الآنية = $200 * (35 - 20) = €1000$

- نتيجة شراء الخيار = $4000 - 4000 * (25 - 15) = €44000$

في هذه الحالة لا ينفذ المستثمر الخيار وتكون خسارته قيمة العلاوة المدفوعة مسبقا-4000€.

يمكن تلخيص نتيجة العمليتين في الجدول الآتي

سعر السهم في ديسمبر		الاستراتيجية
15 €	35 €	

شراء أسهم مباشرة	3 000 €	-1 000 €
شراء Call	36 000 €	-4 000 €

مقارنة بين المضاربة باستعمال Futures والمضاربة باستعمال Option:

سواء استعمل المضارب عقدا لأجل أو خيارا فالربح الناتج عن العمليتين هام (Effet de levier)، ولكن الاختلاف بين العمليتين يكمن في الخسائر الجد هامة في حالة العقد الآجل إذا ما قارناها مع الخيار، أين تقتصر الخسائر الكلية في العلاوة المدفوعة للحصول على الخيار.

دور المضارب في سوق العقود المستقبلية:

يظن الكثير أن دخول المستثمرين الى السوق المشتقة هدفه التحوط (حماية الأصول ضد التقلبات)، إلا أنه في الواقع عدد المضاربين الناشطين في هذه الأسواق في تصاعد مستمر، وتعزز هذا التحول بفضل تسهيلات المعاملات الالكترونية. ولا شك أن عقود المستقبلية والخيارات تلعب دورا هاما في اغتنام الفرص الاستثمارية بكونها أدوات مالية عالية السيولة وهذا بسبب شفافية المعاملات، التسعير والرسوم، هذا ما يشكل خطرهما في نفس الوقت، فسهولة التعامل بها يشجع ويحفز الافراط في الأحجام المتعامل بها مما يؤدي في أغلب الأحيان إلى ذوبان رأس المال وخسائر كبيرة.

ج. المرجحون Les arbitragistes

هم يمثلون المجموعة الثالثة من المتدخلين، مهمتهم تحقيق أرباح عن طريق شراء وبيع عدد من العقود المشتقة أو بين عقد مشتق وركيزته. هدف المرجح الأساسي هو استغلال حالات عدم التوازن الظرفية في الأسعار ما بين مختلف العقود أو القيم المالية المتواجدة في أسواق مختلفة.

مثال:

يسعر سهم (برميل النفط) على سوقي فرانكفورت ونيويورك. سعر السهم (البرميل) في سوق فرانكفورت 155 € أما في سوق نيويورك فيساوي 150\$. مع العلم أن سعر الصرف يورو دولار يساوي 1 EUR/USD. يمكن للمرجح شراء 100 سهم (برميل) من سوق نيويورك وبيعها في سوق فرانكفورت.

$$100 * [(150 - 155) * 1 \text{ EUR/USD}] = 500 \text{ € (ربح)}$$

ملاحظة:

- بالنسبة لمستثمر صغير الحجم فالصفقة غير مفيدة نظرا لتكاليف العملية.
- يكون هذا النوع من الصفقات أكثر نفعا وأكثر جاذبية بالنسبة للمؤسسات المالية (بنوك) التي تتحمل تكاليف صغيرة على أسواق الصرف.
- تكون عمليات الترحيح في الحقيقية أقل وضوحا من المثال السابق.

- من الواضح أن حالة عدم التوازن في الأسعار (كالمثال أعلاه) لا يمكنها أن تدوم طويلا، فزيادة الطلب على السهم في سوق نيويورك سيدفع بالسعر إلى أعلى أما في سوق فرانكفورت فزيادة العرض ستجلب السعر إلى أسفل حتى تتوازن الأسعار ما بين السوقين وهذا بأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف يورو دولار المطبق.

9. المخاطر والخطر في أسواق المنتجات المشتقة:

يظن الكثير أن دخول المستثمرين الى سوق المستقبلية هدفه هو التحوط (حماية الأصول ضد التقلبات)، إلا أنه في الواقع عدد المضاربين الناشطين في هذه الأسواق في تصاعد مستمر، وتعزز هذا التحول بفضل تسهيلات المعاملات الالكترونية. ولا شك أن المستقبلية تلعب دورا هاما في اغتنام الفرص الاستثمارية بكونها أدوات مالية عالية السيولة وهذا بسبب شفافية المعاملات، التسعير والرسوم، هذا ما يشكل خطرها في نفس الوقت، فسهولة التعامل بها يشجع ويحفز الافراط في الأحجام المتعامل بها مما يؤدي في أغلب الأحيان إلى ذوبان رأس المال وخسارات كبيرة.

إن التعامل بالمنتجات المشتقة قد يؤدي إلى نتائج خيالية، كما لاحظنا سابقا، يمكن التعامل بالمنتجات المشتقة من أجل: التغطية، المضاربة أو الترويج، وفي الكثير من الأحيان يمكن لمتدخل مثل المرجح أو المتحوط (بالتعمد أو عن غير قصد) أن يصبح مضاربا متخذا قرارات استثمارية ارتجالية متكبدا خسائر عظيمة.

حالة حقيقية:

تمت ترقية Nick Leeson (موظف في ال Baring Bank) في سن الرابعة والعشرين مسؤولا عن أعمال البنك في سوق المشتقات في بورصة سنغافورة. وتم تعيينه مسؤولا عن تنظيم جميع العمليات المتعلقة بترتيب وتنظيم أعمال زبائن البنك، مع ضمان المكتب الخلفي للبنك والمعاملات في السوق. كان هذا الأخير حرا في قراراته بعيدا عن المراقبة، وبدأ في المضاربة سرا بأموال العملاء لمحاولة سد الأخطاء التي ارتكبها وتحسين الأداء المالي لوكالته البنكية. في بداية عام 1995، وفي محاولته لتعويض خسائره الهائلة راهن نيك ليسون على ارتفاع أسواق الأسهم الآسيوية بشراء مشتقات ذات رافعة مالية عالية؛ ولكن في 17 جانفي من نفس السنة، وقع زلزال كوبي (في اليابان)، والذي تسبب في حدوث تراجع مفاجئ ورهيب في الأسواق، فحاول تعويض خسائره من خلال زيادة مراكزه آملا أن تؤدي محاولته اليأسفة إلى تحول سريع نحو الارتفاع في مؤشر Nikkei 225. لكن للأسف ما حدث هو العكس، حيث استمر المؤشر في الانخفاض دافعا نيك ليسون إلى اقتراض المزيد من السيولة لتغطية مراكزه، حتى سجل خسارة تراكمية تعادل 860 مليون جنيه استرليني، ما يمثل ضعف رأس مال بنكه متسببا في إفلاسه.

الفصل الثالث: المستقبلات

1. العقود لأجل Futures/Forwards

العقود لأجل هي التزام بشراء أو بيع ركيزة في تاريخ أجل وبسعر محدد. ونميز بين نوعين من العقود الآجلة:

- عقود المستقبلات FUTURES يتم تداولها في الأسواق المنظمة وتكون خصائصها موحدة Standardisées.
- أما العقود لأجل FORWARDS يتم تداولها في الأسواق الغير منظمة وتكون خصائصها غير موحدة.

2. أهم الأسواق العالمية للعقود المستقبلات:

الأسواق المستقبلية هي أسواق تتم فيها تبادل عقود تسليم أو استلام منتجات بتاريخ استحقاق محدد، وتختلف السوق المستقبلية عن السوق الآنية في كون تسليم السلعة في هذا الأخير يتم مباشرة في تاريخ إجراء الصفقة أما في السوق المستقبلية فيتم تسليم الركيزة في تاريخ الاستحقاق. في الوقت الحالي يتم التعامل بعقود المستقبلات في عدة أسواق عبر العالم أهمها:

- الولايات المتحدة الأمريكية:

Chicago Board of Trade : www.cbot.com

Chicago Mercantile Exchange : www.cme.com

- أوروبا:

London International Financial Futures & Options Exchange : www.liffe.com

Eurex (Association Des Bourses Allemande et Suisse) : www.enrex.com

- باقي العالم:

São Paulo : www.bmf.com.br

Tokyo International Financial Futures Exchange : www.tfx.co.jp

Singapore International Financial Futures Exchange : www2.sgx.com

Sydney Futures Exchange : www.asx.com.au

3. مبادئ التعامل بالمستقبلات:

المستقبلات عقود تجمع بين طرفين (بائع ومشتري) لتبادل حجم و"نوعية" معينان من ركيزة (أصل: سلع، سعر فائدة، عملة، مؤشر...) بسعر متفق عليه لحظة التعاقد، على أن يتم تسليم الركيزة في مدة/تاريخ محدد في المستقبل. يتداول المتعاملون عقود المستقبلات في إطار بورصة منظمة فقط (ذات لجنة رقابة وغرفة مقاصة).

تتطلب قلة من المستقبلات التسليم الفعلي للأصل (إنهاء العقد = Finalisation Du Contrat)، وفي غالب الحالات يتم تسوية العقود نقدا (غلق أو حل المركز = Dénouement de position). في الحالة الأخيرة تتم مقارنة سعر التعاقد مع السعر الآني للركيزة، ويقيد الفرق الموجب في حساب المتعامل فيما يخص من حسابه إذا كان سالبا.

ملاحظة هامة:

- يقوم المتعاملون بحل مراكزهم قبل الآجال (فإذا وصلت الآجال يتم تسليم الركيزة دون خيار آخر).
- يمكن للمتعاملين حل مراكزهم (طويل/قصير) بأخذ مركز معاكس

مثال:

في 5 مارس يتصل مستثمر بعميله المالي في البنك ويطلب منه شراء 5000 شجيرة ذرى، تسلّم في جويلية من نفس السنة. يقوم العميل بالاتصال بوسيط في البورصة (مثلا Cbot) طالبا منه أخذ مركز طويل على عقد (أو مجموعة عقود) ركيزتها الذرى. في نفس الوقت، يقوم مستثمر آخر في مكان آخر بإصدار أمر بيع لعقد من نفس النوع وفي نفس السوق.

- في السوق يتقابل الأمان المتعاكسان (شراء من جهة وبيع من جهة أخرى).
- يحدد سعر التوازن للركيزة لشهر جويلية خلال المدة التي تسبق هذا التاريخ نتيجة مقابلة العرض والطلب على شهر جويلية.
- التسعيرة التي تحدد في 5 مارس ويتعاقد المستثمران عليها، تسمى بالسعر الآجل/الملموس/النشاط PRIX FUTURES ولتكن 170 سنتا للشجيرة الواحدة.
- إذا أراد المستثمر الأول غلق مركزه الطويل (5مارس) يقوم ببيع العقد الذي بحوزته في 20 أفريل مثلا. كما يمكن للمستثمر الثاني غلق مركزه القصير (5مارس) بشراء عقد آخر لنفس الآجال في 25 أفريل مثلا.
- في الحالتين يحدد الربح والخسارة بحساب الفرق بين الأسعار الآجلة ليومي 5 مارس وال 20 أو 25 من أفريل.

4. خصائص المستقبلات FUTURES

يتم تحديد خصائص العقد المستقبلي من قبل البورصة التي يتم التبادل فيها، فعند طرح عقد جديد في السوق؛ تلتزم الهيئات المنظمة للسوق بتحديد ما يلي:

- واجبات كل طرف (بائع، شاري)؛
- حجم العقد (كمية الركيزة المتبادلة في الآجال)؛
- مكان ومدة الاستحقاق؛
- نوعية الركيزة.
- التغيرات أو التذبذبات اليومية Fluctuation journalière
- التغيرات الدنيا TICKS

في الصور التالية خصائص عقود المستقبلات ركيزتها الذرى (سوق شيكاغو) على اليمين والأخرى برميل النفط (سوق نيويورك) على اليسار

Contract Specifications:CL_NYMEX

Trading Unit: 1,000 U.S. barrels (42,000 gallons)
Tick Size: \$0.01 (1c) per barrel (\$10 per contract)
Quoted Units: US \$ per barrel
Initial Margin: \$9,788 **Maint Margin:** \$7,250
Contract Months: Jan, Feb, Mar, Apr, May, Jun, Jul, Aug, Sep, Dec
First Notice Day: Two business days after last trading day.
Last Trading Day: Trading terminates at the close of business on the third business day prior to the 25th calendar day of the month preceding the delivery month.
Trading Hours: Electronic trading: 6:00 PM until 5:15 PM on CME Globex Platform.
Daily Limit: \$10.00 per barrel (\$10,000 per contract)

Contract Specifications:ZC,CBOT

Trading Unit: 5,000 bushels
Tick Size: 1/4 cent/bushel (\$12.50/contract)
Quoted Units: US \$ per bushel
Initial Margin: \$2,025 **Maint Margin:** \$1,500
Contract Months: Mar, May, Jul, Sep, Dec
First Notice Day: Last business day of month preceding contract month.
Last Trading Day: The business day prior to the 15th calendar day of the contract month.
Trading Hours: Electronic: 5:00 p.m. - 2:00 p.m. Central Time
Trading in expiring contracts closes at noon on the last trading day.
Daily Limit: 20 cents/bu (\$1,000/contract), none for spot month

وفيما سيأتي سيتم التطرق وشرح كل خاصية على حدى.

أ. الركيذة:

عندما تكون الركيذة عبارة عن مادة أولية، يتوجب على الهيئات المشرفة على السوق تحديد النوعية في العقد بطريقة واضحة، وغالبا ما يصاحب النوعية تعديل في السعر حسب الطلب و العرض عليها في السوق.
أما في الحالة التي تكون فيها الركيذة عبارة عن أصل مالي (سهم، سند، عملة) فالمشكل السابق غير مطروح.

ب. حجم العقد:

يحدد في العقد كمية/حجم الركيذة التي يمتد عليها العقد (كل عقد مستقبلي على برميل النفط في سوق نيويورك يمتد على 1000 برميل). تكون هذه الكمية في غاية الأهمية، ففي حالة ما كان حجم العقد صغيرا، تصبح تكلفة التدخل في السوق غير محفزة والعكس عندما يكون حجم العقد كبيرا يصبح من الصعب -على المتحوظين والمضاربين الصغار- دخول السوق.

فالمستقبليات التي يكون فيها الذهب ركيذة تمتد على 100 أونصة، فاقتناء عقد واحد يعني شراء/بيع 100 أونصة ذهب مرة واحدة، ومقتني عقد النفط يعني شراء/بيع 1000 برميل مرة واحدة غير قابلة للتجزئة، وهكذا مقتني عقد مستقبلي دولار/يورو يكون قد تعاقد على ما قيمته 125000 يورو مرة واحدة.

ج. التسليم Livraison

تحدد هيئات السوق مكان تسليم الركيذة في حالة ما كانت عبارة عن مادة أولية وذلك نظرا لتكاليف النقل، ويعدل السعر حسب مكان التسليم (حالة تعدد أماكن التسليم). ففي المثال السابق (شجيرات الذرى في سوق شيكاغو): يمكن أن تكون أماكن التسليم: Chicago, Saint Luis, Burns Harbor, Toledo.

د. مدة التسليم أو تاريخ التسليم:

تسمى أيضا "أشهر العقد" Contract Months ، وهي تواريخ إنهاء العقد، تختلف مدة التسليم من عقد إلى آخر، حيث يمكن أن تكون شهرا كاملا، النصف الأول أو الثاني من الشهر، أو الأسبوع الأخير مثلا.

غالبا ما تكون أشهر التسليم في البورصات العالمية للعقود على العملة هي: مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر (ثلاثية). أما على المواد الأولية: جانفي، مارس، ماي، جويلية، سبتمبر، نوفمبر (ثنائية).

تمثل الأشهر في البورصات العالمية بحروف على النحو التالي:

جانفي	فيفري	مارس	افريل	ماي	جوان
F	G	H	J	K	M
جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
N	Q	U	V	X	Z

هـ. ترميز العقود:

تختصر عناوين العقود في لائحات التسعير في البورصات على الشكل الذي يسمح بتعرف على اسم العقد، شهر وسنة التسليم. على سبيل المثال العقد CLN9، يشير فيه حرفي CL إلى ركيزة العقد، والحرف N إلى شهر التسليم (جويلية)، أما الرقم 9 فهو يشير إلى سنة التسليم 2019.

و. التسعير Cotation

يكون تسعير العقود المستقبلية Futures بطريقة مفهومة من قبل الجميع، فمثلا تسعير برميل النفط على NYSE يكون بعملة الدولار، أما العقود على المؤشرات (مثلا Dow Jones) فتسعر بنقاط المؤشر (كل نقطة مؤشر تعادل قيمة مالية معروفة لدى جميع المتدخلين).

ز. ساعات التعامل:

تحدد الهيئات المنظمة للبورصة ساعات التعامل الخاصة بكل عقد مستقبلي على حدى، و بالتالي تختلف ساعات التعامل باختلاف العقود. فالمستقبليات على برميل النفط يتم التعامل بها خلال أوقات عمل بورصة نيويورك التي تقفل أبوابها على الساعة الخامسة مساء ثم يبدأ التعامل على المنصات الالكترونية بدأ من الساعة الخامسة والربع على منصة شيكاغو (CME Globex Platform) ثم على باقي المنصات انطلاقا من السادسة مساء.

ح. التغيرات الدنيا TICKS

يجب على هيئات السوق تحديد التغيرات الدنيا المقبولة TICKS على كل العقود المسعرة. فمثالا: التغير الأدنى المقبول على سعر برميل النفط هو \$0.01 (أو 10 \$ على العقد حيث يمتد كل عقد على 1000 برميل)، 0.01 بالنسبة لمؤشر Dow Jones، 1/32 \$ بالنسبة لسندات الخزينة الأمريكية، 0.10 \$ للذهب (أو 10 \$ على العقد الذي يحوي 100 أونصة).

ط. التغيرات أو التذبذبات اليومية القصوى Fluctuation journalière:

تحدد هيئات السوق التذبذبات القصوى اليومية في اتجاه الزيادة أو النقصان، فعند وصول الأسعار إلى الذروة المحددة صعودا أو نزولا (Limit Down/ Limit Up) يتوقف تسعير الركيزة إلى غاية اليوم الموالي وهذا من أجل لتصدي للمضاربة المفرطة. فمثلا تحدد سوق نيويورك التذبذبات القصوى للمستقبليات على برميل النفط بـ 10.000 \$ نزولا أو صعودا (أي 10 \$ على البرميل)، أما مستقبليات الذرى فحدودها القصوى 1.000 \$ (20 سنتا على كل شجيرة ذرى).

ي. يوم الإشعار الأول

يتم تحديد يوم الأشعار في خصائص العقود المستقبلية وهذا الأشعار يخص فقط المتعاملين المهتمين بإنهاء عقودهم والحصول على الركيذة (يخص الأشعار المتعاملين بانعي الركيذة وهذا لتحضيرها وتسليمها لأصحابها) في الآجال. فمستقبليات النفط في سوق نيويورك يكون يوم الأشعار هو يومين بعد آخر يوم تداول، أما مستقبليات الذرى في سوق شيكاغو يكون يوم الأشعار هو آخر يوم عمل في الشهر الذي يسبق شهر العقد.

ك. نداء الهامش (Appels de Marge (MERGIN))

إن تعديل الأسواق الخاصة بالعقود الآجلة من ميزات الأسواق المنظمة مقارنة بنظيراتها الغير منظمة، وهذا ما يسمح لها بتقليل المخاطر داخل هذه الأسواق وتفادي الأزمات المالية.

فعندما يتعاقد متعاملان داخل السوق للقيام بعملية تبادل في الآجال، يظهر مخطر التسديد، حيث يمكن لأحد الأطراف المتعاقدة مثلا أن يبدي رغبته في التراجع عن تنفيذ العقد أو أن يكون غير قادر على التسديد في الآجال.

ومن مهام الهيئات المنظمة للأسواق: السهر على تنظيم المبادلات وذلك بتفادي مخاطر التسديد أو التنفيذ وهذا بتطبيق نظام نداء الهامش Appels de Mage. تسمى الهيئة المكلفة بأداء هذه العملية بغرفة المقاصة Chambre de compensation

مثال:

نعتبر مستثمرا يأخذ مركزا طويلا في 5 جوان على عقدين ذهب لآجال ديسمبر ومسعر على سوق New York Commodity Exchange والمعروف بـ COMEX. السعر الآجل هو \$400 للأونصة الواحدة ويمتد كل عقد لآجل على 100 أونصة (شراء 200 أونصة في الآجال).

• يتوجب على المستثمر إيداع هامش الأولي على حساب خاص يدعى بـ **Compte Deposit**. (في هذا المثال قيمة الهامش الأولي لكل عقد تساوي \$2000).

• في نهاية كل يوم تتم تسوية حساب المستثمر لإظهار الخسائر أو الأرباح اليومية، تسمى هذه العملية بـ **Marking to Market**. نعتبر في مساء 5 جوان أن سعر الأونصة تراجع إلى \$397. في هذه الحالة يخسر المستثمر ما قيمته:

$$= 200 * (400 - 397) = -600 \$$$

تخصم هذه القيمة من الهامش الأولي (\$4000) الموجود في حساب المستثمر وفي نهاية يوم 5 جوان يصبح رصيد المستثمر \$3400.

حساب المستثمر (Compte Deposit) = 4000 - 600 = 3400 \$.

• تغذي \$600 المخصصة من حساب المستثمر ذو المركز الطويل حساب مستثمر آخر أخذ مركزا قصيرا على عقدين من نفس النوع.
• عند وصول مستوى رصيد المستثمر ذو المركز الطويل إلى حد أدنى معلن عليه مسبقا تقوم غرفة المقاصة بعملية نداء الهامش **Appels de Marge (Margin Call)** طالبة من المستثمر إعادة تغذية رصيده إلى \$4000.

• في حالة عدم السداد (عدم قدرته على تغذية **Compte Deposit**) يغلق مركز المستثمر بطريقة آلية.

• في هذا المثال يقوم الوسيط المالي (Broker) للمستثمر ببيع العقدين وتسمح الضمانة الأولية من إنهاء العملية بطريقة صحيحة. ملاحظة: تتغير قيمة الضمانة حسب درجة تذبذب أسعار الركيذة بطريقة طردية وهي تمكن من إغلاق المراكز في أي لحظة وبطريقة سليمة.

5. غرفة المقاصة Chambre de compensation

تلعب غرفة المقاصة دورا هاما داخل السوق في تنظيم المبادلات، حيث أنها تضمن السيولة الحسنة والسليمة للعقود الآجلة. تتكون غرفة المقاصة من أعضاء (في غالب الأحيانهم ممثلي الهيئات المالية) يتعامل معهم الوسطاء في البورصة (Brokers). يكون الوسطاء ملزمون بالمرور على أحد أعضاء غرفة المقاصة للقيام بأي نشاط داخل السوق.

لحماية المتعاملين من مخطر عدم الوفاء بالالتزامات (تسديد، تسليم...) في سوق المستقبلية، تجبر غرفة المقاصة المتدخلين على وضع ودیعة تسمى الهامش الأولي (Initial Margin) لتقليل المخاطر وكشرط مبدئي للسماح للمتدخلين بالتعامل في هذه السوق. بما أن الأسعار تتغير باستمرار، تقوم غرفة المقاصة بتسوية فوارق الأسعار بطريقة يومية وتكون النتيجة في الأخير إما زيادة أو نقصان في حساب المتدخل (تضاف أو تقتطع من الهامش الأولي). تقوم غرفة المقاصة بتسجيل وتسوية جميع العقود وذلك بتعديل حسابات المستثمرين Comptes Deposit وتغذية هذه الحسابات عن طريق نداء الهامش.

6. تسعير العقود في الجرائد ومواقع الإنترنت:

بإمكاننا إيجاد تسعيرة العقود لأجل مختلف الأسواق في عدة جرائد تهتم بتغيرات أسواق المستقبلية: جريدة Financial Times أو على الإنترنت: tradingcharts.com وتكون جداول التسعير متشابهة من حيث الشكل والمعلومات المتواجدة فيها، والصورة 1 تعطي فكرة على طريقة تنظيم والإعلان على التسعيرات العقود مهما كانت سوق النشاط.

الصورة 1: تسعير المستقبلية على سوق نيويورك

Click for Chart	Current Session								Pri Set
	Open	High	Low	Last	Time	Set	Chg	Vol	
Cash	-	56.74	56.74	56.74	17:00 Jul 17	56.74s*	-0.84	-	57.58
Aug'19	56.60	57.32	54.85	55.03	10:54 Jul 18	-	-1.75	131884	56.78
Sep'19	56.72	57.45	54.97	55.15	10:54 Jul 18	-	-1.77	491106	56.92
Oct'19	56.76	57.50	55.01	55.18	10:54 Jul 18	-	-1.77	60117	56.95
Nov'19	56.67	57.47	55.02	55.18	10:54 Jul 18	-	-1.75	32284	56.93
Dec'19	56.60	57.40	54.96	55.13	10:54 Jul 18	-	-1.67	53586	56.80
Jan'20	56.54	57.19	54.85	54.97	10:51 Jul 18	-	-1.65	13878	56.62
Feb'20	56.54	56.92	54.69	54.72	10:40 Jul 18	-	-1.67	6331	56.39
Mar'20	56.29	56.72	54.44	54.54	10:53 Jul 18	-	-1.58	7383	56.12
Apr'20	55.81	56.40	54.59	54.59	10:18 Jul 18	-	-1.28	3814	55.87

المصدر: <http://futures.tradingcharts.com/marketquotes/CL.html>

المعلومات المتواجدة هي:

1. السوق النشاط؛

2. خصائص العقد (الركيزة، الحجم/كمية، طريقة التسعير)؛

3. سعر الافتتاح، أعلى قيمة، أدنى قيمة، آخر قيمة، تاريخ وتوقيت التسعيرة، سعر المقاصة (الهامش الأولي)، التغيير في سعر المقاصة، وعدد العقود المتداولة (الحية)

7. أنواع الأوامر في السوق:

تختلف الأوامر في السوق حسب نية كل متدخل. من الأوامر الأكثر استعمالاً:

الأمر بسعر السوق **Ordre au prix du Marché** يتطلب فيه المتدخل تنفيذ أمره مباشرة بعد دخوله السوق مهما كان السعر.

الأمر بسعر محدود **Ordre Limité**: لا ينفذ الأمر إلا إذا توافق مع شروط المتدخل (غالباً ما يكون الشرط على شكل سعر أقصى لمركز طويل و سعر أدنى لمركز قصير).

الأمر بسعر ملموس **Ordre a Prix Touché**: يتم تنفيذ الأمر بأحسن سعر في السوق.

الأمر بسعر محدود يترافق مع عبارة "Stop" **Ordre Limité "Stop"**: وهو مغاير للأمر بسعر محدود، فأمر بيع ب \$100 مرفوق بعبارة STOP يعني البيع إلا في حالة ما تراجع سعر تحت حد \$100، و الهدف هو الحد من الخسائر في حالة تراجع الأسعار

كما توجد أنواع أخرى من الأوامر منها: **Ordre tout ou rien**، **Ordre Ouvert**، **Ordre Jour valable une journée**.

الفصل الرابع: التغطية (التحوط) باستعمال عقود المستقبلات

1. المبادئ

عندما يأخذ متعامل مركزا - طويل أو قصير- في سوق الآجلة قصد الحماية، فالهدف هو تقليص المخاطر.

توضيح:

- إذا اعتبرنا مؤسسة تكون على دراية بأنها ستخسر \$10.000 مقابل تراجع سعر المادة الأولية (نفط) بـ \$ 0,01 في الأشهر المقبلة. (احتمال التراجع)
- لحماية نفسها ضد هذا الخطر، تأخذ المؤسسة مركزا قصيرا على عقود لأجل تكون فيها الركييزة هي المادة الأولية، بطريقة تسمح للشركة بربح \$ 10.000 كلما تراجع سعر المادة \$ 0,01.
- بطبيعة الحال إذا زاد سعر المادة الأولية عوض التراجع، فسيعوض الربح على المادة الأولية الخسارة الناتجة عن العقود الآجلة.

2. المراكز القصيرة: (الحماية/ التغطية القصيرة):

تستعمل التغطية القصيرة (SHORT HEDGE) في حالة ما كان المتدخل -بقصد التغطية- يمتلك ركييزة العقد وينوي بيعها في المستقبل بسعر معروف (lock the price).

إذا كان مزارع زرع قمحا، ويستعد لجنيهه وبيعه بعد شهرين يمكنه استعمال تغطية قصيرة، ويمكن للتاجر الألماني الذي يصدر سلعه إلى الو م أ وينتظر وصول قيمة معينة من الدولارات بعد أشهر أن يحمي نفسه ضد تراجع سعر الصرف دولار/أورو وقت استلام الدولارات. فمركز قصير على عقود لأجل ركييزتها الدولار يمكنه من تأمين الصفقة ضد خطر تقلبات أسعار الصرف. أخيرا يمكن لهذا النوع من التغطية أن يكون مفيدا في حالة عدم الحيازة على الركييزة لحظة أخذ المركز (أي يتم استلامها بعد مدة).

مثال:

يتعهد منتج للبتروول في 15 ماي على تسليم مليون برميل في 15 أوت من نفس السنة.

- تراجع الاسعار بـ \$ 0,01 يكلف المنتج خسارة تساوي \$10.000

نعتبر أن السعر الآني للبرميل في 15 ماي هو \$ 17,5 وأن السعر الآجل لـ 3 أشهر على NYSE يساوي \$ 18,75 $K=$ وأن كل عقد يمتد على 1000 برميل.

- هنا يمكن للمنتج أخذ 1000 مركز قصير (عقد) لأجل أوت. الهدف من العقود في هذه الحالة هو ضمان سعر بيع يقارب \$ 18,75 للبرميل.

عند الاقتراب من الآجال نكون أمام حالتين:

الحالة الأولى: تراجع سعر الآني البرميل إلى \$ 17,5 للبرميل في 15 أوت

- يستلم المنتج ما يعادل 17,5 مليون \$ من مبيعات النفط بالسعر الآني؛
- بما أننا في شهر تسليم العقود فسعر العقود الآجلة لأوت يكون قريبا جدا من السعر الآني \$ 17,5؛
- يربح المنتج على العقود ما يعادل $Payoff=18,75-17,5=1,25$ في البرميل الواحد (1,25 مليون دولار على 1000 عقد)؛

- وهكذا تكون النتيجة النهائية للعملياتين (بيع على الأصل + عملية على العقود) $18,75 = 17,5 + 1,25$ مليون \$ أي 18,75 \$ للبرميل الواحد.

الشكل 13:



الحالة الثانية: يرتفع سعر الآني البرميل إلى \$19,5

يستلم المنتج 19,5 مليون \$ مقابل البيع المباشر للبتروول. ويخسر على العقود ما قيمته:

$$Payoff = 18,75 - 19,5 = -0,75 \text{ \$}$$

وهكذا تكون النتيجة النهائية $18,75 = 0,75 - 19,5$ مليون \$ أي 18,75 \$ للبرميل.

في الحالتين يكون التدفق النقدي نفسه. (محايدة للخطر).

3. المراكز الطويلة: (الحماية الطويلة)

تمثل الحماية الطويلة الحالة النظرية للحماية القصيرة. تستعمل الحماية الطويلة في حالة ما كان المتدخل لا يمتلك الركييزة وينوي الحصول عليها في الأجل بسعر معروف (lock the price).

مثال:

في 15 جانفي، تكون مؤسسة على دراية بأنها مجبرة على شراء 100.000 ليفره من النحاس في تاريخ 15 ماي لتلبية متطلبات خط الإنتاج. السعر الآني للنحاس في سوق نيويورك يساوي 140 سنتا/ليفره، أما سعر العقود الآجلة لشهر ماي فهو 120 سنتا/ليفره. يمتد كل عقد على 25.000 ليفره (شراء 4 عقود).

الحالة 1: إذا كان السعر الآني للنحاس 125 سنتا/ليفره

تدفع المؤسسة \$ 125.000 لشراء النحاس.

أما على العقود فالنتيجة ستكون:

$$Payoff = (1,25 - 1,20) \times 4 \times 25\,000 = 5000 \text{ \$}$$

- النتيجة النهائية: \$ 125.000 على الشراء المباشر (تدفع) و \$ 5000 على العقود (ربح)، أي تدفق نقدي نهائي يعادل: \$ 120.000

الحالة 2: سعر ليفره النحاس يتراجع إلى 105 سنتا

ستدفع الشركة \$ 105.000 في عملية الشراء النحاس وتخسر 15 سنتا على كل عقد.

$$Payoff = (105 - 120) \times 4 \times 25\,000 = -15\,000 \text{ \$}$$

- النتيجة النهائية: 105.000 \$ على الشراء المباشر (تدفع) 15.000 \$ على العقود (خسارة تدفع): 120.000 \$. وهكذا يكون التدفق النقدي النهائي يساوي: $105.000 + 15.000 = 120.000$ \$ بعبارة أخرى:

شراء على الأصل + خسارة على العقود

4. مبررات التغطية (التحوط)

إن مبررات التغطية واضحة، فالمؤسساتورجال الأعمال لا يمكنهم التكهن بدقة من اتجاه تطور قيمة الأصول المالية أو السلع خلال مدة زمنية معينة، وبالتالي فالتحوط ضد هذه التغيرات و التذبذبات يصبح قرارا مصيبا، حيث يمكن للمؤسسات المتحوطة ضد هذه المخاطر التركيز على ما تتقنه: التصميم، الإنتاج، التسيير.... الخ

أ. الحماية والمساهمين:

يمكن للمساهمين حماية أنفسهم عوض أن تحميمهم المؤسسة. (هذا يعني أن المساهمين على نفس المستوى من الدراية على أعمال المؤسسة والمخاطر التي تواجهها). يجب الإشارة بأن تكاليف الحماية ستكون أكثر إذا قام كل مساهم بحماية نفسه على حدى (التحوط ضد تراجع قيمة أسهمه المنسوبة للمؤسسة).

يمكن للمستثمر أن يكون حائزا على محفظة أسهم تحميه من المخاطر (مستثمر يمتلك أسهم على شركة تنتج الحديد وأسهم على شركة تستهلك الحديد فيقلل من خطر تذبذب أسعار الحديد) فما هي منفعة المساهم المالك لهذه المحفظة إذا غطت إحدى هاتين المؤسستين على سعر الحديد؟

بالتالي يمكن التشكيك بسهولة في ضرورة الحماية!

ب. التغطية والمنافسة:

في بعض القطاعات الاقتصادية لا تعتبر التغطية «كقاعدة» عمل، في حالة كهذه يكون قرار التغطية (على عكس المنافسين) قرار غير صائبا. حيث تدفع المنافسة داخل القطاع بأسعار البيع إلى التوازي مع التكاليف التي يتحملها المنتجون (مواد أولية، نسبة الفائدة، سعر الصرف ... الخ). وبالتالي يمكن للشركة التي لا تحمي نفسها أن تحتفظ بهامش ربح ثابت على عكس الشركة المتحوطة ضد المخاطر والتي يكون هامش ربحها متغيرا.

ج. اعتبارات أخرى:

كما لاحظنا عبر مختلف الأمثلة السابقة فالتغطية بالعقود الآجلة بإمكانها تحسين نتائج المؤسسات كما يمكن أن تقلصها. في الأخير، يمكن القول بأن التحوط باستعمال العقود الآجلة يمكن اعتباره كثافة مالية وليس كعملية اجبارية (culture de couverture).

5. الخطر القاعدي

حتى إذا كان المتدخل قصد التحوط على دراية بتاريخ بيع أو شراء الركييزة بتدقيق، يبقى من المستحيل عليه استعمال العقود الآجلة لحذف مخطر تقلبات أسعار التبادل بصفة نهائية، فالأمثلة السابقة الذكر لا يمكنها أن تلخص وتشمل جميع الحالات والاحتمالات الممكنة في السوق.

وتكون عملية التغطية في الحقيقة أكثر تعقيدا للأسباب التالية:

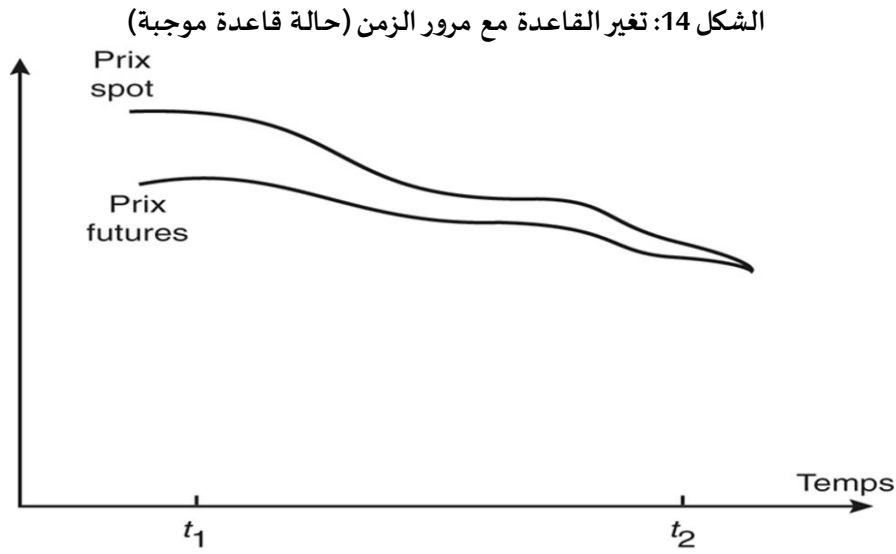
- الأصول (المغطاة) مغايرة لركييزة العقود الآجلة المتداولة في السوق وذلك لأن عدد الأصول المالية المسعرة في البورصة أقل من عدد الأصول المتداولة في الأسواق الحقيقية.

- لا يكون المتدخل بقصد التغطية على يقين من تاريخ بيع أو شراء الأصل.
- تجبر استراتيجية التغطية حل المركز على العقود الآجلة - قبل فترة أو تاريخ الاستحقاق.

أ. لأساس: (La base)

يعرف الأساس على أنه الفرق بين السعيرين: الآني والآجل للركيزة (من تاريخ الاصدار الى تاريخ الاستحقاق).

في حالة ما كان الأصل المحمي وركيزة العقد الآجل نفسها، يكون الأساس يساوي صفر في تاريخ الاستحقاق (تغطية مثلى). قبل هذا التاريخ يمكن للأساس أن يكون سالبا أو موجبا كما نلاحظه في الشكل 14 التالي:



المصدر: من إعداد المؤلف

إذا اعتبرنا:

S2 السعر الآني في اللحظة T2

S1 السعر الآني في اللحظة T1

F2 السعر الآجل في اللحظة T2

F1 السعر الآجل في اللحظة T1

b2 الأساس في اللحظة T2

b1 الأساس في اللحظة T1

تبدأ التغطية في التاريخ T1 وتنتهي في التاريخ T2.

فيمكننا كتابة:

$$b_1 = S_1 - F_1$$

$$b_2 = S_2 - F_2$$

إذا كانت الأسعار الآنية والآجلة على التوالي:

في التاريخ T1: 2,5 € و 2,2 €, أما في التاريخ T2 فهي 2 € و 1,9 €.

الأساس: € 0,3=b₁ و € 0,1=b₂

نعتبر متدخلا يستعمل تغطية قصيرة في T1 وهو يعلم أنه سيبيع الركيذة في T2، النتيجة على العقد الآجل تساوي:

$$F_2 - F_1$$

في نفس اللحظة يكون السعر الآني للأصل هو S₂ وبالتالي سيكون سعر الوحدة المباعة من الأصل تعادل:

$$S_2 + (F_1 - F_2) = F_1 + b_2 = 3.2€$$

وهذا مع العلم بأن b₁ معروف في T₁، أما b₂ فستعرف إلا في اللحظة T₂.

ب. اختيار العقد:

عند استحالة التغطية المثلى، يتوجب على المتحوط التركيز عند اتخاذ القرارات المتعلقة بـ:

- (1) اختيار ركيذة العقد ما بين العقود المسعرة في البورصة: عند وجود الأصل المراد حمايته كركيذة لعقود آجلة في البورصة، فالقرار المربوط بطبيعة ركيذة العقد مفروغ منه في الحالة الأخرى، يتوجب على المتحوط تحليل العقود الموجودة واختيار العقود الآجلة التي تكون ركيذتها ذات ارتباط عالي (corrélé) مع الأصل الذي نريد حمايته.
- (2) اختيار فترة أو تاريخ الاستحقاق المناسب: اختيار تاريخ أو مدة الاستحقاق: يختار المتحوط تاريخ أو فترة الاستحقاق الموالية لتاريخ أو فترة العملية على الأصل حقيقةً.

مثال 1:

يلتزم زبون ياباني في 1 مارس بدفع 50 مليون ين ياباني (¥) في نهاية شهر جويلية لشركة أمريكية. أشهر تسليم العقود الآجلة على ¥ هي نهاية كل ثلاثي (3 أشهر) من السنة، يمتد كل عقد على 12,5 مليون ¥. بالتالي تأخذ الشركة الأمريكية مركزا قصيرا على 4 عقود للأجل سبتمبر. في نهاية شهر جويلية تحصل الشركة الأمريكية على 50 مليون ¥، وتحل مركزها في السوق المالي بأخذ 4 مراكز طويلة على نفس العقود.

سعر الصرف الآجل في 1 مارس هو \$ 0,7800 مقابل ¥1 و في نهاية شهر جويلية فالأسعار الآنية و الآجلة تكون كالتالي

$$0,7200 = S_2 \quad \text{و} \quad 0,7250 = F_2$$

النتيجة على العقود: 0,7800 - 0,7250 = 0,0550 سنتا لكل ¥

الأساس: 0,7200 - 0,7250 = -0,0050 - سنتا عند حل المركز

ومنه النتيجة النهائية: 0,7750 = 0,7200 + 0,0550 سنتا مقابل ¥1

النتيجة = F1 + b2 يمكن كتابة ما سبق بالشكل التالي :

$$0,7800 - 0,0050 = 0,7750 \text{ سنتا مقابل } ¥1$$

النتيجة النهائية للعملية: (50 000 000 × 0,7750) / 100 = \$ 500387

مثال 2:

تحتاج شركة إلى 20000 برميل من النفط في أكتوبر أو نوفمبر من نفس السنة. حجم العقود الآجلة المتبادلة في سوق نيويورك 1000 برميل/عقد. تأخذ المؤسسة مركزاً طويلاً على 20 عقد لأجل ديسمبر ويسعر أجل 18\$/برميل.

تشتري الشركة النفط الذي هي بحاجة إليه في 10 نوفمبر وتحل مركزها في نفس اليوم، الأسعار الآنية والآجلة هي \$20 و\$19,10.

✓ الأرباح على العقود: 19,1 - 18 = 1,1\$/برميل

✓ الأساس عند حل المركز: 19,1 - 20 = 0,9 \$

✓ السعر المدفوع لكل برميل هو الفرق بين السعر الآني والأرباح على العقود 20 - 1,1 = 18,9 \$

والذي يمكن كتابته 18,9 = 18 + 0,9 \$

وهكذا تكون التكلفة النهائية: 18,9 × 20 000 = 378 000 \$

6. التغطية المتقاطعة (couverture croisée)

تستعمل التغطية المتقاطعة في حالة ما كانت السوق لا تحتوي على عقود تكون ركيبتها تطابق تماماً مع الأصل المراد تغطيته. فإذا أراد مزارع التحوط ضد مخطر تقلبات أسعار الشعير في سوق لا تسعر فيها مستقبلات ركيبتها الشعير، يمكنه اختيار عقد تكون فيه أسعار الركيبة الآنية والآجلة عالية الارتباط مع الأصل المراد تغطيته (مستقبلات على القمح مثلاً).

أ. نسبة التغطية أو التحوط (Ratio de couverture) هي العلاقة بين حجم المركز الواجب أخذه على سوق المنتجات المشتقة لتغطية مركز، وحجم الأصل المتعامل به حقيقةً والذي نريد تغطيته. في الأمثلة السابقة كانت هذه النسبة دائماً تساوي واحد، وفي المثال الأخير كان يجب على المؤسسة أن تغطي المخطر على 20.000 برميل وكان حجم العقود الآجلة مناسباً تماماً (المثال الأخير 1000 برميل/عقد أي 20 عقداً). أما في الواقع، فالتغطية لتقليل المخطر لا تجبر المتحوط دائماً على اختيار هذه القيمة لنسبة التغطية

ب. نسبة التغطية ذات التباين الأدنى

تمثل نسبة التغطية ذات التباين الأدنى (Ratio de Couverture de Variance Minimum) بالرمز h^* و:

$$h^* = p (\theta_s / \theta_f)$$

أين:

□ ΔS تغير الأسعار الآنية خلال فترة التغطية

□ ΔF تغير الأسعار الآجلة خلال فترة التغطية

□ θ_s الانحراف المعياري ΔS

□ θ_f الانحراف المعياري ΔF

□ P معامل الارتباط بين ΔS و ΔF

□ h^* نسبة التغطية التي تقلص الخطر على مركز المتحوط

تمثل نسبة التغطية ذات التباين الأدنى نتيجة ارتباط تغيرات الأسعار ونسبة الانحرافات المعيارية ΔS و ΔF .

ج. عدد العقود الأدنى (Nombre Optimal de Contrats)

نعني به عدد المراكز الأدنى الواجب أخذها من أجل التغطية ويمثل بالرمز N^*

$$N^* = h^* (N_a / Q_f)$$

أين:

- h^* نسبة التغطية ذات التباين الأدنى
- N_a حجم الأصل المراد تغطيته (بالوحدات)
- Q_f حجم عقد آجل واحد (بالوحدات)
- N عدد العقود الأدنى

مثال:

تريد شركة نقل جوي شراء مليوني برميل من الكيروسين بعد شهر وتقرر التحوط ضد تقلبات الأسعار باستعمال عقود لأجل. يعطي الجدول الموالي لمدة قدرها $n = 15$ شهرا (متتالية) تغير ΔS و ΔF بالدولار مقابل كل برميل.

الشهر i	تغير الأسعار الآجلة (X_i)	تغير أسعار الكيروسين (Y_i)
1	0.021	0.029
2	0.035	0.020
3	0.046	0.044
4	0.001	0.008
5	0.044	0.026
6	0.029	0.019
7	0.026	0.010
8	0.029	0.007
9	0.048	0.043
10	0.006	0.011
11	0.036	0.036
12	0.011	0.018
13	0.019	0.009
14	0.027	0.032
15	0.029	0.023

الجدول أعلاه يجمع المعطيات اللازمة لحساب نسبة التغطية الدنيا عند التغطية باستعمال عقود على الكيروسين، و نرسم إلى تغيرات الأسعار الآنية و الآجلة بـ X_i و Y_i لشهر i .

بالتالي يمكن حساب الانحراف المعياري وكذا معامل الارتباط

وبالتالي يمكن حساب نسبة التباين الأدنى h^*

إذا كان العقد الآجل على الكيروزين يمتد على 42.000 برميل فعدد العقود الأدنى N^* يكون:

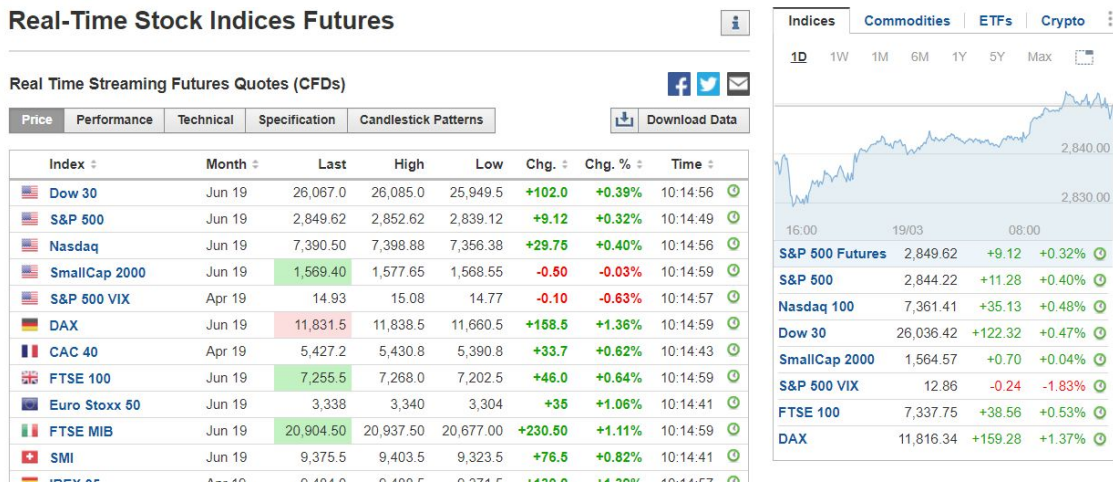
وبعد التقريب يكون عدد العقود الأدنى اللازم لتغطية العملية هو 37 عقداً.

7. التغطية باستخدام العقود الآجلة على مؤشرات البورصة

أ. المؤشرات:

يتكون مؤشر السوق من مجموعة أسهم لشركات، ويُبنى سعر المؤشر على متوسط أسعار أسهم المجموعة بأكملها. ومن الممكن شراء وبيع المؤشرات بذات الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم. ويتم اختيار الشركات الداخلة في احتساب المؤشر وفقاً لعدة معايير، تشمل سيولة سهم الشركة وكثرة تداول أسهمها، إضافة إلى حجم الشركة من ناحية عدد أسهمها وقيمتها السوقية.

كما تستخدم المؤشرات في التحوط من مخاطر تراجع قيمة المحفظة المالية وذلك باستخدام المستقبلات على المؤشرات، والصورة الموالية تعطي نموذجاً لتسعير العقود الآجلة على أهم المؤشرات العالمية



تقرأ تسعيرة العقود الآجلة على المؤشرات كالتالي (من اليسار إلى اليمين):

- العمود الأول: الاسم المختصر للمؤشر (يمكن لبورصة واحدة احتواء أكثر من مؤشر واحد)؛
- العمود الثاني: شهر وسنة التسعيرة؛
- العمود الثالث: أحدث تسعيرة للمؤشر؛

- العمود الرابع: أعلى قيمة (تسعيرة) للمؤشر بالنقاط (حيث تعادل كل نقطة قيمة مالية معينة):
- العمود الخامس: أدنى قيمة للمؤشر؛
- العمود السادس: التغير في قيمة المؤشر بالنقاط؛
- العمود السابع: التغير النسبي للمؤشر؛
- العمود الثامن: توقيت التسعيرة.

ب. تغطية المخاطر على محفظة أسهم:

تستعمل المستقبلات على مؤشرات البورصة (كركيزة) لحماية محفظة أسهم ضد مخاطر تقلبات الأسعار.
إذا اعتبرنا:

P: القيمة الآنية للمحفظة؛

A: قيمة محفظة الأسهم المشككة للمؤشر (الركيزة)

- في حالة التي تكون فيها محفظة الأسهم المغطاة ذات نفس تشكيلة الأسهم مع المؤشر فنسبة التغطية الدنيا تساوي 1

$$N^* = \frac{P}{A}$$

يكون عدد العقود الأمثل لتغطية يعادل:

مثال:

بحوزتنا محفظة أسهم تطابق تشكيلتها مؤشر CAC40 قيمتها 3 ملايين يورو. المستقبلات على هذا المؤشر تمتد على €10 × قيمة المؤشر.
إذا كانت تسعيرة المؤشر في السوق تساوي 3000 نقطة يمكن حساب عدد العقود الأمثل للتغطية بالطريقة التالية:

$$P: 30000000€$$

$$A: 3000 \times 10 = 30000€$$

وهكذا يجب أخذ مركز قصير على 100 عقد أجل لحماية المحفظة.

- أما إذا كانت المحفظة المراد حمايتها ذات تشكيلة مغايرة للمؤشر (الحالة الأكثر شيوعا)، نستعمل β المحفظة لتحديد عدد العقود الأمثل اللازم لتغطية¹.

مع العلم أن:

¹ β المحفظة هو مقياس لمدى ارتباط حركة المحفظة بحركة المؤشر في أسواق الأوراق المالية، وتعادل β الخاصة بمؤشر السوق القيمة (1) حيث تتم مقارنة وتصنيف بيتا المحفظة بقياس مدى انحراف مسارها عن معامل مؤشر السوق

$\beta > 1$ تغيرات المحفظة ترتفع (Amplifier) مع تغيرات المؤشر

$\beta < 1$ تغيرات المحفظة تتراجع (Amortie par rapport à) مع تغيرات المؤشر

مثال:

تسعيرة CAC40 : 3000 نقطة = ST_1 :

قيمة المحفظة: €1.600.000

نسبة الفائدة على سندات الدولة = 5% (Taux sans risque) سنويا؛

مردود إيرادات المؤشر = 2% (Rendement en dividende de l'indice) سنويا؛

β المحفظة : 1.5؛

يمتد كل عقد مستقبلي CAC40 على قيمة المؤشر $\times 10$ €؛ ونريد التغطية على مدة 3 أشهر.

■ إذا كانت المستقبليات على المؤشر CAC40 آجالها 4 أشهر وتسعيرتها $F_{3030.15}$ نقطة، فعدد العقود الأمثل لتغطية هو:

$$= 80N^* = 1.5 \frac{1.600.000}{30.000}$$

بالتالي يجب أخذ 80 مركز قصير على مستقبليات CAC40.

■ إذا تراجعت تسعيرة المؤشر إلى 2700 (ST_2) بعد ثلاثة أشهر وكانت التسعيرة الآجلة للعقود تساوي 2706.75 (F_2)

النتيجة على العقود تساوي:

$$\text{€ } 265181 = 10 \times (2706.75 - 3030.15) \times 80$$

مردود المحفظة المتوقع = نسبة الفائدة على سندات الخزينة + β (مردود المؤشر - نسبة الفائدة على سندات الخزينة)

$$\text{Rentabilité espéré du portefeuille}^2 = \text{Taux sans Risque} + \text{Beta}(\text{rentabilité de l'indice} - \text{Taux sans Risque})$$

■ الخسارة على المؤشر (تراجع من 3000 نقطة إلى 2700 نقطة) أي تراجع يعادل - 10%: مردود إيرادات المؤشر (Rendement en

dividende de l'indice) معروف وهو يساوي 2% سنويا أي 0.5% في الثلاثي. بالتالي الخسارة النهائية على المؤشر تساوي:

$$- 0.5 + 10 = -9.5\% \text{ خلال الثلاثي.}$$

■ نسبة الفائدة على سندات الخزينة (Taux sans risqué) هو 5% سنويا، أي 1.25% في الثلاثي

$$\text{مردود المحفظة المتوقع (Rentabilité espéré du portefeuille)} = [(1.25 - 9.5) \times 1.5] + 1.25 = 14.875\%$$

$$\text{قيمة المحفظة المتوقعة (Valeur attendue du portefeuille)} = 1600000 \times (0.14875 - 1) = \text{€ } 000\ 362\ 1$$

$$\text{النتيجة النهائية للعملية} = \text{النتائج على العقود} + \text{قيمة المحفظة المتوقعة} = 265181 + 1362000 = \text{€ } 181\ 627\ 1$$

الجدول 6: أداء التحوط باستعمال مستقبليات على المؤشر CAC40

3300	3150	3000	2850	2700	قيمة المؤشر بعد 3 أشهر
3308.26	3157.88	3007.51	2857.13	2706.75	الأسعار الآجلة بعد 3 أشهر
228050-	104742-	18566	141874	265181	أرباح/خسارة على العقود
1842000	1722000	1602000	1482000	1362000	قيمة المحفظة المتوقعة
1613950	1617258	1620566	1623874	1627181	النتيجة النهائية

نتائج التغطية باستعمال المستقبليات على المؤشر وهذا باعتبار أن:

- (1) مردود المؤشر معروف؛
- (2) مردود المحفظة مرتبط جيدا مع مردود المؤشر؛
- (3) معدل الفائدة على سندات الدولة ثابت.

ت. الفائدة من تغطية الخطر على محفظة أسهم

من المثال السابق نلاحظ أن القيمة النهائية للمحفظة بعد التغطية تكون قريبة من 1 620 000 € وهو المبلغ نفسه الناتج عن عملية استثمار قيمة المحفظة في سندات الخزينة (à taux sans risque) على 3 أشهر.

الهدف من التغطية هو تطوير قيمة المحفظة بتوافق مع taux sans risque ، فلماذا لا يبيع المستثمر محفظته ويستثمر في سندات الدولة على 3 أشهر؟ الإجابة واضحة، فتشكيل المحفظة نفسها بعد بيعها لن يكون سهلا ضف إلى ماسبق التكاليف الناتجة عن عمليات البيع والشراء.

ث. تغيير الـ β لمحفظة أسهم:

تستعمل عقود المستقبليات في بعض الأحيان بغرض تغيير β محفظة دون تحويله إلى 0 (في الأمثلة السابقة حول β المحفظة إلى 0 بعد أخذ مركز التغطية).

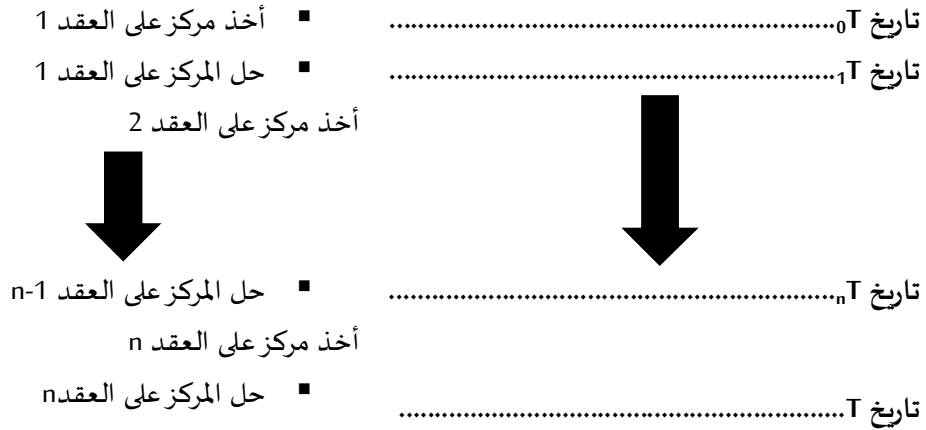
بشكل عام لتحويل β من قيمة معينة إلى قيمة β^* أكبر أين $\beta^* < \beta$ يتوجب أخذ مركز قصير على عقود يساوي:

والعكس في حالة ماكان الهدف هو تقليص β المحفظة أي $\beta^* > \beta$ يجب أخذ مركز طويل على عدد من العقود يساوي:

ج. التغطية الزلقة Couverture glissante

في بعض الحالات تكون مدة التغطية المطلوبة أكبر من مدة حياة المستقبلات المتداولة في السوق، في هذه الحالة يقوم المتحوط بتجزئة وتحويل المخاطر من مدة إلى أخرى (أي من عقد لآخر).

توضيح: يتوقع متعامل اقتصادي استلام قيمة نقدية في التاريخ T وأراد التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار، يمكنه استعمال n عقد مستقبلي بالطريقة التالية:



مثال:

تعرف مؤسسة في أبريل 2008 أنها ستبيع 100.000 برميل نفط في جوان 2009 وتقرر التحوط ضد مخاطر تراجع الأسعار بنسبة تغطية تعادل 1 (بغرض تسهيل العملية).

السعر الآني للبرميل \$19، أما المستقبلات على النفط (1000 برميل) والتي تتعدى مدة استحقاقها 6 أشهر فسيولتها في السوق غير مرضية. تأخذ المؤسسة مركزا قصيرا على 100 عقد لأجل أكتوبر 2008، وفي سبتمبر 2008 تحل المؤسسة مركزها وتأخذ مركزا قصيرا جديدا على 100 عقد لأجل مارس 2009، وأخيرا في فيفري 2009 تحل المؤسسة مركزها وتجدد العملية بأخذ مركز قصير على 100 عقد لأجل اوت 2009. نلخص العمليات في الجدول أدناه:

التاريخ	أفريل 2008	سبتمبر 2008	فيفري 2009	جوان 2009
عقود أكتوبر 2008	18.20	17.40		
عقود مارس 2009		17.00	16.50	
عقود جويلية 2009			16.30	15.90
السعر الآني	19.00			16.00

- ✓ في أكتوبر 2008 تكون المؤسسة قد حلت مركزها بسعر \$17.40 وتربح بذلك \$0.8 على العقود وتأخذ مركزا جديدا لأجل مارس بسعر \$17؛
- ✓ في مارس 2009 تكون المؤسسة قد حلت مركزها في فيفري بسعر \$16.5 وتربح \$0.5 على العقود وتأخذ مركزا قصيرا جديدا لأجل جويلية 2009 بسعر \$16.30
- ✓ في جوان 2009 تحل المؤسسة مركزها بسعر \$15.90 وتربح \$0.4 على العقود.
- هكذا تكون النتيجة على العقود: $1.7 = 0.5 + 0.5 + 0.4$ أما التغير في السعر الآن في فهو \$3.

قائمة المراجع:

1. باللغة العربية:

- إبراهيم إسماعيل الطراد، إدارة العملات الأجنبية، دار وائل للطبع والنشر، الطبعة الثانية، عمان (الأردن)، 2005.
- حسام الدين محمد السيد، البورصة بلغة المحترفين، مجهول.
- حسام الدين محمد السيد، ألف باء البورصة، الشبكة الذكية.
- عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، مكتبة الهدى المحمدي، القاهرة، (مصر)، 2007.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2007.
- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية،
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية (مصر)، 2008.

باللغة الأجنبية:

Ouvrages

- Allen Franklin & Yago Glenn, "Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth", Wharton School Publishing, USA, March 2010, 250p.
- Esmé Faerber, "All about Stocks: The easy way to get started", McGraw-Hill, USA, 2010.
- Guy Cohen, "The Bible of Options Strategies: The Definitive Guide for Practical Trading Strategies", Pearson Education, USA, 2005.
- Patrice Fontaine, « Marchés des changes », Pearson Education France, 2009.
- Philippe SPIESER, La bourse, édition Vuibert, 2ème édition, Paris, 2004.
- Robert L. McDONALD, "Derivatives Markets", Pearson Series in Finance, 3rd Edition, USA, 2013.
- Steven B. Achelis, "Technical Analysis from A to Z", 2nd Edition, McGraw Hill Professional, USA, 2000.
- Yves Simon & Delphine Lautier, « Finance internationale et gestion des risques », Ed. Economica, Paris, 2005.

Cours:

- Céline Jullien, « Les marchés financiers », Université de Grenoble, Grenoble (France), 2004-2005. (cours)
- Nicole El Karoui, Couverture des risques dans les marchés financiers, Ecole Polytechnique, Centre de Mathématiques Appliquées, Palaiseau (France), 2003-2004. (cours)

- Rémi *Bachelet*, « Les produits financiers », Université de Lille, 2017.
- *Simon van Norden*, « Gestion des investissements internationaux », École des Hautes Études Commerciales, Montréal, 2000.

تمارين تطبيقية

أجب بنعم أو لا على الأسئلة التالية:

تمرين 1:

يبيع مستثمر خيار PUT على أسهم شركة X بسعر أجل على 3 أشهر يساوي € 25. السعر الآني لأسهم الشركة X يساوي € 22. ملاحظة: يمتد كل عقد خيار على 10 أسهم.

1. ما هو الالتزام الذي يقوم به المستثمر؟
2. ما هي الأرباح والخسائر الممكنة؟

تمرين 2:

تريد المضاربة على تطور قيمة (زيادة) سهم سعره اليوم € 29. سعر خيار Call لثلاثة أشهر بسعر أجل € 30 يساوي € 2.9. بحوزتك € 5800

1. اقترح إستراتيجيتين للمضاربة، الأولى تركز على السهم والثانية على الخيار
2. ما هي الأرباح والخسائر الممكنة في كل إستراتيجية؟

تمرين 3:

يأخذ متعامل في سوق مالية مركز قصير على عقد أجل Futures على مادة القطن بسعر أجل يساوي \$ 0.5 لكل ليفره***. كل عقد Futures يمتد على 50000 ليفره.

ما هي أرباح وخسائر المتعامل في حالة ما كان سعر القطن الآني في الأجل:

1. 0.4820 لكل ليفره.
 2. 0.5130 لكل ليفره.
- *** (الليفه = 0.453 كغ)

تمرين 4:

يشترى مستثمر بسعر € 3 خيار Call أوروبي بسعر أجل € 45، و € 4 خيار PUT أوروبي بسعر أجل € 40. لخياران نفس الأجل.

1. أرسم منحنيات النتائج في الأجل حسب تطور سعر الركيزة.

تمرين 5:

سعر خيار Call لشهر مارس و بسعر أجل \$ 60 هو \$ 2.5.

1. ماهي الحالة التي يحقق فيها حامل الخيار ربحا و ماهي الحالات التي ينفذ فيها الخيار.
2. أرسم منحني الأرباح حسب تغيرات سعر الركيزة.

تمرين 6:

سعر خيار \$ Put 4 للأجل جوان و سعر أجل \$ 60.

1. ماهي الحالة التي يحقق فيها بائع الخيار ربحا؟
2. أرسم منحني الأرباح لبائع ال Put وهذا حسب تغيرات سعر الركيزة.

تمرين 7:

يبيع مستثمر خيار Call لأجل سبتمبر و سعر أجل \$ 20. نحن في شهر ماي و سعر الخيار \$ 2.

1. ماهي الأرباح والخسائر إذا كان السعر الآني للركيزة في الأجل يساوي \$ 25؟.

تمرين 8:

يبيع مستثمر Put ب \$ 4 لأجل ديسمبر بسعر أجل \$ 30.

1. ماهي الحالة التي يحقق فيها المستثمر ربحا؟.

تمرين 9:

يشترى مستثمر بسعر € 3 خيار Call أوروبي بسعر أجل € 45، و ب € 4 خيار PUT أوروبي بسعر أجل € 40. لخياران نفس الأجل.

1. أرسم منحنيات النتائج في الأجل حسب تطور سعر الركيزة.

2. أرسم المنحنى النهائي للنتائج

تمرين 10:

إذا أخذت في مارس مركزا قصيرا على الفضة لأجل جوبلية بسعر أجل \$ 5.2 للأونصة، وكان حجم العقد الواحد 5000 أونصة، أما الضمانة الأولية (deposit) تساوي \$ 4000 و لا يسمح بأن تنزل تحت \$ 3000.

- ما هو التغير في الأسعار الذي يتطلب من غرفة المقاصة نداء هامش؟

تمرين 11:

يأخذ مستثمر مركز طويل على عقدين للعصير المجمد، كل عقد يمتد على 15000 ليفرة، السعر الأجل يساوي 160 سنتا لليفرة أما الضمانة الأولية فهي \$ 6000 لكل عقد و لا تنزل تحت \$ 4500.

1. ما هو التغير في الأسعار الذي يؤدي إلى نداء هامش؟
2. ما هي الشروط التي تسمح للمستثمر بسحب \$ 2000 من حسابه (Compte deposit)؟

تمرين 12:

يمثل الجدول التالي تغيرات الأسعار الشهرية الأجلة و الآنية لسلعة ما.

0.51-	0.70+	0.15+	0.04+	0.79-	0.35-	0.22-	0.61+	0.50+	تغيرات السعر الآني
0.56-	0.80+	0.01+	0.06-	0.60+	0.44-	0.12-	0.63+	0.56+	تغيرات السعر الأجل
--	--	--	--	--	--	--	--	0.41-	تغيرات السعر الآني
--	--	--	--	--	--	--	--	0.46-	تغيرات السعر الأجل

• استعمل معطيات الجدول لحساب نسبة التغطية ذات التباين الأدنى.

تمرين 13:

تمتلك مؤسسة محفظة قيمتها 20 مليون يورو و ذات $\beta = 1.2$. تريد المؤسسة التغطية بعقود آجلة على مؤشر CAC40، تسعيرة المؤشر 3240 وكل عقد على المؤشر يمتد على €10 × قيمة المؤشر.

1. ما نوع التغطية الذي يقلص من الخطر؟
2. ما الواجب القيام به في حالة ما أرادت المؤسسة تقليص β المحفظة إلى النصف؟

تمرين 14:

في 08 جوان تكون مؤسسة مستهلكة لنفط على دراية بأنها ستكون بحاجة إلى 20000 برميل من هذه المادة في أكتوبر أو نوفمبر. تمتد العقود المتداولة في السوق على 1000 برميل وتأخذ المؤسسة مركزا على 20 عقدا لأجل ديسمبر بسعر آجل \$18.

spot	future
0,5	0,56
0,61	0,63
-0,22	-0,12
-0,35	-0,44
0,79	0,6
0,04	-0,06
0,15	0,01
0,7	0,8
-0,51	-0,56
-0,41	-0,46

تشتري المؤسسة أخيرا إحتياجاتها من النفط في 10 نوفمبر وتحل مركزها في نفس اليوم أين تكون الأسعار الآنية والأجلة كالتالي \$20 و \$19.1.

1. ما هي التكلفة النهائية لهذه الصفقة؟
2. ما هي التغيرات إذا كانت نسبة التغطية ذات البايين الأدنى تساوي 0.8؟

تمرين 15:

يملك رجل أعمال محفظة أسهم قيمتها 50 مليون دولار و $\beta = 0.87$. يريد هذا الأخير تغطية محفظته على الشهرين القادمين باستعمال عقود آجلة لـ 3 أشهر على مؤشر S&P 500 ، قيمة المؤشر اليوم 3750 نقطة و قيمتها الآجلة 3778 نقطة، مردود إيرادات المؤشر 3% سنويا و قيمة الإيراد الخالية من المخاطر 6% سنويا.

1. م الذي يجب على رجل الأعمال القيام به ؟

2. ما هي النتائج المرتقبة بعد شهرين في حالة ما كانت:

3900	3300	3000	القيمة الآنية للمؤشر
3909.76	3308.26	3007.51	القيمة الآجلة للمؤشر

3. يريد هذا الأخير تغيير β محفظته إلى 1.1، كيف يمكنه ذلك ؟

قائمة المصطلحات

- **سعر العملة الآني SPOT:** هو سعر العملة الذي يصدره البنك ويتعامل به في البيع والشراء من تاريخ إعلانه إلى أن يتم تغييره
- **سعر العملة الآجل Forward:** هو سعر العملة الآني بمفروقات أسعار الفوائد بين العملتين المعنيتين، وهو السعر الآني مضاف إليه قيمة محددة (علاوة) أو مطروحا منه قيمة محددة (خصم) مبنية على أساس فروقات أسعار الفائدة بين العملتين. و يتفق على السعر الآجل الآن على أن يتم اعتماده في وقت آجل متفق عليه قد يكون شهرا أو 3 أشهر أو 6 أشهر أو 9 أشهر أو سنة.
- **تسمية أسعار العملات Quotations:** تختلف تسمية أسعار العملات الأجنبية من دولة لأخرى فبعض هذه العملات تسعر إما حسب طريقة التسمية السعرية حيث يتم تسعير وحدة واحدة من العملة الأجنبية بما تساويه من عدد أو أجزاء من وحدات العملة المحلية أو حسب طريقة التسمية الكمية حيث يتم تسعير وحدة واحدة من العملة المحلية بما تساويه من عدد أو أجزاء من العملة الأجنبية.
- **سعر الشراء Bid:** السعر الذي بموجبه يرغب البنك مصدر النشرة في شراء العملة المسماة وبيع العملة المقابلة للعملة المسماة، و هو السعر الذي بموجبه يشتري العميل العملة المقابلة و يبيع العملة المسماة.
- **سعر البيع Offer:** السعر الذي بموجبه يرغب البنك مصدر النشرة في بيع العملة المسماة و شراء العملة المقابلة للعملة المسماة، و هو السعر الذي بموجبه يبيع العميل العملة المقابلة و يشتري العملة المسماة.
- **هامش السعر Spread:** هي نقاط الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع، و هي ربح البنك مصدر النشرة في كل وحدة واحدة من العملة المسلمة إذا ما تم شرائها و بيعها على نفس الأسعار معبرا عنها بأجزاء من الوحدة المقابلة.
- **نقطة السعر Pips:** هي عبارة عن نقطة في سعر العملة الأجنبية و هي آخر خانة في سعر العملة الأجنبية (عادة الخانة الرابعة إلى يمين الكسر العشري). مثال: الجنيه الإسترليني 1.8056 دولار أمريكي، و نقطة السعر هنا هي 6.
- **الحق الآني Value Spot:** و هو حق يومي عمل لاحقين ليوم التعاقد، فعندما يتم التعاقد اليوم يتم التسليم خلال يومي عمل لاحقين، حيث يعتبر يومي السبت والأحد عطلة رسمية لا يتم التعاقد و التسليم خلالهما كذلك لا يتم التعاقد و التسليم خلال أيام العطل الرسمية في الدول التي تصدر فيها البنوك نشرات للأسعار. مثال: يتم التعاقد يوم الاثنين و يتم التسليم يوم الأربعاء.
- **الحق الآجل Value Forward:** هو حق أكثر من يومي عمل لاحقين ليوم التعاقد فحق شهر مثلا يحسب بعد احتساب الحق الآني و هكذا بالنسبة للمدد الآجلة الأخرى. مثال: تم التعاقد يوم الاثنين 08/10 حق آجل شهر، يحتسب أولا الحق الآني 08/12 ثم الحق الآجل لشهر 09/12.
- **عمليات التعامل الآني Spot Operation:** هي عبارة عن عمليات شراء و بيع العملات الأجنبية على أسعار نفس اليوم الذي أصدر فيه البنك معلن الأسعار نشرة أسعار العملات الأجنبية حيث يتم الاستلام و التسليم خلال يومي عمل لاحقين ليوم التعاقد.

- **عمليات التعامل الآجل Forward Operations:** هي عملية شراء وبيع العملات الأجنبية على أساس حق آجل يتفق عليه الآن مبني على أساس السعر الآني معدلاً بفروقات أسعار الفوائد بين العملتين المعنيتين على أن يتم الاستلام و التسليم للعمليات الآجلة في الوقت المحدد لها في المستقبل و يحتسب الحق الآجل بعد احتساب الحق الآني.
- **العلاوة Premium:** قيمة تضاف الى السعر الآني لنحصل بموجها على السعر الآجل للعملة، فعندما يتم شراء العملة (أ) مثلاً بأكثر من سعر صرف العملة (ب) الآني بتاريخ مستقبلي تكون العملة (أ) مشتراً بعلاوة مقارنة بالعملة (ب)
- **الخصم Discount:** قيمة تطرح من السعر الآني لنحصل بموجها على السعر الآجل للعملة، فعندما يتم شراء العملة (أ) مثلاً بأقل من سعر صرف العملة (ب) بتاريخ مستقبلي تكون العملة (أ) مشتراً بخصم مقارنة بالعملة (ب).
- **العملة الأساسية Base Currency:** هي العملة التي تتفق عليها بين إدارة البنك وقسم العمليات الخارجية على أنها العملة الأساسية للتجارة للوحدة المعنية.
- **العملة المحلية Local Currency:** هي العملة الأهلية للدولة التي بوحداتها يتم التعامل بين مواطني الدولة.
- **تاريخ الحق Value Date:** هو التاريخ الذي تسوى به العملية سواء كانت شراء أو بيع عملة أجنبية.
- **الخيار Option:** عقد ينظم لأجل محدد أو التسليم خلال مدة محددة الآن يعرف بأنه خيار آجل، و بموجب هذا العقد يملك المشتري حق الخيار لإتمام العملية و هو غير ملزم بإتمامها، لذلك يدفع البائع مقدماً علاوة متفق عليها. وهكذا فإن الخيار لشهر جانفي يعني أن التسليم قد يتم في أي وقت ما بين الأول و 31 من الشهر ولكن ليس بعد هذا التاريخ إلا إذا سويت الترتيبات لتمديد العقد
- **التبديل Swap:** شراء مبلغ من العملات الأجنبية مقابل بيع المبلغ لنفس العملة معاً لأيام مختلفة.