

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر 03

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مطبوعة بيداغوجية مقدمة في مقياس:

# بورصة البضائع

موجهة لطلبة السنة الثالثة قسم ليسانس LMD تخصص تجارة دولية

إعداد الدكتور: عيساني منصور

السنة الجامعية: 2022 - 2023

## فهرس المحتويات:

01	فهرس المحتويات:
05	مقدمة:
06	المحور الأول: الإطار النظري للسوق المالية وموقع بورصة البضائع فيها.
07	أولا: ماهية أسواق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى
14	ثانيا: تنظيم سوق الأوراق المالية.
18	ثالثا: سوق الأوراق المالية: خصائصها، وظائفها.
29	رابعا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.
38	المحور الثاني: الإطار المفاهيمي لبورصة البضائع.
39	أولا: تعريف بورصة البضائع.
39	ثانيا: نشأة بورصة البضائع.
40	ثالثا: الفرق بين بورصة السلع والأسواق التقليدية.
42	رابعا: أهداف ووظائف بورصة السلع.
42	خامسا: المتدخلون في بورصة البضائع.
44	سادسا: أهم بورصات البضائع الدولية.
46	سابعا: إدارة المخاطر في بورصة البضائع.
55	المحور الثالث: السلع الأساسية.
56	أولا: مفهوم السلع الأساسية.
56	ثانيا: الغرض من التعامل بالبضائع الدولية.
57	ثالثا: مواصفات السلع الأساسية.
58	رابعا: الفرق بين السلع الأساسية والبيوع الدولية.
59	خامسا: التعاقد على السلع الدولية.

61	المحور الرابع: العمليات العاجلة في بورصة البضائع.
62	أولا: مفهوم العمليات العاجلة في بورصة البضائع.
62	ثانيا: أنماط تسليم البضائع في بورصة البضائع.
63	ثالثا: صور التعاملات الفورية في بورصة البضائع.
68	المحور الخامس: العمليات الآجلة في بورصة البضائع.
69	أولا: مفهوم العمليات الآجلة في بورصة البضائع.
70	ثانيا: الأطراف الرئيسية للتعامل في العمليات الآجلة.
72	ثالثا: أهم الفروق ما بين العمليات العاجلة والعمليات الآجلة.
73	المحور السادس: تطبيقات العقود الآجلة.
74	أولا: مفهوم العقود الآجلة.
75	ثانيا: المتعاملون بالعقود الآجلة.
78	المحور السابع: تطبيقات العقود المستقبلية.
79	أولا: مفهوم العقود المستقبلية.
80	ثانيا: الهامش في العقود المستقبلية.
80	ثالثا: التسوية اليومية وحساب الهامش.
81	رابعا: مزايا التعامل بالعقود المستقبلية.
85	خامسا: الفرق ما بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.
87	المحور الثامن: تطبيقات عقود الخيار.
88	أولا: مفهوم عقود الخيار.
89	ثانيا: أنواع عقود الخيار.
92	ثالثا: مزايا استخدامات عقود الخيار.
97	المحور التاسع: تطبيقات عقود المبادلة.
98	أولا: تعريف عقود المبادلة.
99	ثانيا: أنواع عقود المبادلة.

104	المحور العاشر: المقاصة والتسوية.
105	أولا: المقاصة.
105	ثانيا: بيت التسوية.
110	قائمة المراجع.

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين

وبعد:

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

#### محاور مقياس بورصة البضائع:

المحور	الموضوع
الأول	الإطار النظري للسوق المالية وموقع بورصة البضائع فيها.
الثاني	الإطار المفاهيمي لبورصة البضائع.
الثالث	السلع الأساسية.
الرابع	العمليات العاجلة في بورصة البضائع.
الخامس	العمليات الآجلة في بورصة البضائع.
السادس	تطبيقات العقود الآجلة.
السابع	تطبيقات العقود المستقبلية.
الثامن	تطبيقات عقود الخيار.
التاسع	تطبيقات عقود المبادلة.
العاشر	المقاصة والتسوية.

## مقدمة:

لقد تطورت الأسواق التقليدية تطورًا كبيرًا نتيجة لتطور أساليب التجارة والتبادل، وتطور وسائل النقل والاتصالات من ناحية أخرى، وتطور النشاط الصناعي من الشكل البسيط إلى ما يعرف بالصناعات ذات الحجم الكبير التي تحتاج لكميات كبيرة من المواد الخام كذلك، وظهور أساليب جديدة للمعاملات المالية لم تكن معروفة من قبل، مما أدى إلى وجود الحاجة لتوسيع قاعدة هذه الأسواق وظهور أشكال جديدة لها، كان منها أسواق السلع أو بورصات البضائع.

والواقع أن أسواق السلع في حقيقة أمرها وبدأ نشأتها ليست إلا أسواقًا يتم تبادل السلع من خلالها، ومكان يلتقي العرض فيه مع الطلب، إلا أن أسواق السلع لها نظمها الخاصة بها، وأساليب للتعامل محددة يجب على جميع من يرغب في التعامل من خلالها الالتزام بها، ولذلك فإن بها أسواق منظمة يتم التعامل فيها بأنواع محددة من السلع التي لها مواصفات خاصة تجعل منها سلعة دولية. وتوفر هذه الأسواق لكل من يمتلك هذه السلع وكل من يرغب في امتلاكها فرصًا ومميزات عديدة، وكذلك لغيرهم من المتعاملين، وأيضًا للاقتصاديات الحديثة بصفة عامة. ونظرًا لأنه أصبحت هناك حاجة للتعامل مع هذه الأسواق وتلك السلع، فإن الأمر يقتضي دراسة طبيعتها والتعرف على أساليب التعامل بها، حتى يمكن تكوين تصور اقتصادي، وتقدير مدى ما يمكن أن تقدمه لنا من منافذ ملائمة للتعامل في مجال التجارة والاستثمار والتمويل.

المحور الأول: الإطار النظري للسوق المالية وموقع بورصة البضائع فيها.

أولا: ماهية أسواق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى.

ثانيا: تنظيم سوق الأوراق المالية.

ثالثا: سوق الأوراق المالية: خصائصها، وظائفها.

رابعا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

## المحور الأول: الإطار النظري للسوق المالية وموقع بورصة البضائع فيها.

### أولاً: ماهية أسواق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى.

تستمد السوق المالية (Financial Market) مفهومها من مفهوم السوق بشكلٍ عام. فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القديم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي لها تغيرات عبر التاريخ، وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية، وتبعاً لتغير احتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال فيما بينهم.

حيث يُعتبر موقع سوق الأوراق المالية واضحاً ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد و أسواق رؤوس الأموال، أسواق السلع والمعادن.

### 1- تعريف سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية كبقية الأسواق الأخرى، لها مكانٌ معين ونوعٌ خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عددٌ من المتعاملين الاقتصاديين كالمستثمرين السماسرة، والوسطاء، من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، سواءً كانت أسهماً أو سندات، حيث يمكن تعريفها كما يلي:

« سوق الأوراق المالية هي تلك السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهمٍ وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة: ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكانٍ جغرافي واحد معين يُعرف بـ " البورصة"، أما الثانية فتتكوّن من عددٍ من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقرّه ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب. كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية: ففي الأولى تُتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتُتداول الأوراق المالية لمنشآتٍ وهيئاتٍ من دولٍ أجنبية «<sup>1</sup>.

من خلال التعريف يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواءً أكانت هذه الأدوات تُعبّر عن أداة دينٍ كالسندات، أو عن أداة ملكية كالأسهم.

<sup>1</sup> ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الإسكندرية، مؤسسة شباب المستقبل، 2005، ص: 5.



## 2- تقسيمات الأسواق المالية:

## 2-1 أنواع الأسواق المالية من حيث الأدوات المتداولة بها:

يمكن تقسيمها إلى:

## 2-1-1 سوق رأس المال:

تعرف سوق رأس المال بأنها: ( الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقترضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبين أو المقترضين الذين هم في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين)<sup>1</sup>.

وعرفت أنها: ( تلك الأسواق التي تباع فيها أوراق مالية طويلة الأجل لأول مرة، أو تتداول فيها بعد إصدارها)<sup>2</sup>.

ويمكن تعريفها بأنها: ( المجال الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل). وإنما سميت سوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة<sup>3</sup>.

وتتنوع سوق رأس المال إلى سوق أولية يجرى فيها إصدار الأوراق المالية، وسوق ثانوية تتداول فيها هذه الأوراق، كما أن التعامل بها يتم في البورصة وخارجها.

## 2-1-2 سوق النقد:

عرفت سوق النقد بأنها: ( مجموعة المؤسسات، أو الوكالات، والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا، لأغراض قصيرة الأجل)<sup>4</sup>.

وعرفت بأنها: ( السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل)<sup>5</sup>.

وعرفت بأنها: ( الأسواق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت)<sup>6</sup>.

1 - محمد البنا، أسواق النقد والمال، القاهرة، زهراء الشرق، 1996، ص: 124.

2 - عاشور عبد الجواد عبد المجيد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مصر، دار النهضة، 1985، ص: 3.

3 - أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة، 1995، ص: 21.

4 - محمد البنا، أسواق النقد والمال، مرجع سبق ذكره، ص: 01.

5 - طاهر حيدر الطاهر، مبادئ الاستثمار، مصر، الإعلام للنشر والتوزيع، 1998، ص: 31.

6 - هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مصر، الطباعة للنشر، 2000، ص: 46.

وعليه يمكن القول أن في سوق النقد يجرى التعامل في القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، وهذه القروض قد تتم من خلال عقد القرض المباشر، أو من خلال الأوراق التجارية التي تتميز بسيولتها العالية، حيث يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، بأقل قدر من الخسارة، أو بدون خسارة أصلا، وليس لسوق النقد مكان محدد يتم فيه التعامل، وإنما يتم من خلال السماسرة المتخصصين، أو البنوك التجارية، إما بالالتقاء المباشر، وإما بواسطة وسائل الاتصال، كالهاتف، والتلكس، وغيرها.

### 2-1-3- الفرق بين سوق رأس المال وسوق النقد:

تتفق سوق النقد وسوق رأس المال في أن كلا منهما يعد مجالا للحصول على المال من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، إلا أنهما يختلفان في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل منهما، وفي الأدوات المالية التي يتم تداولها.

فأما ما يتعلق بآجال استحقاق الأدوات المالية فيتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الأجل القصير، أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما سوق رأس المال فيتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل.

أما ما يتعلق بالمؤسسات المالية العاملة في كل منهما، فيأتي البنك المركزي والبنوك التجارية في مقدمة المؤسسات المالية العاملة في أسواق النقد، بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين في التعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، أما في سوق رأس المال فأهم هذه المؤسسات: بنوك الاستثمار، والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية، كصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، وشركات التأمين.

أما بالنسبة للأدوات المالية، ففي سوق النقد يتم تداول شهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات المصرفية، وأذونات الخزنة، وغيرها، أما في سوق رأس المال فيتم تداول الأسهم العادية والأسهم الممتازة، والسندات.

### 2-2- أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول:

#### 2-2-1- السوق الأولية - سوق الإصدار:-

يمكن تعريف السوق الأولية بأنها: ( السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقا مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية)<sup>1</sup>. وعرفت كذلك بأنها: ( السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، دار النشر، 1999، ص: 84.

<sup>2</sup> - محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مصر، دار النهضة، 2000، ص: 21.

- وزيادةً في إيضاح مفهوم السوق الأولية يمكن إبراز الأمور الآتية<sup>1</sup>:
- السوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركاتٍ عن طريق إصدار أدوات الملكية كالأسهم، أو أدوات الدين كالسندات.
  - في السوق الأولية تُبرم العقود مباشرةً بين مُصدري الأوراق المالية وبين مُشتري هذه الأوراق من المقترضين أو المساهمين.
  - في السوق الأولية تحصل الشركة المُصدرة للأوراق المالية - من جراء البيع هذه الأوراق - على احتياجاتها من الأموال، وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية؛ حيث لا يترتب على تداول الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيءٍ من المال؛ ومن هنا قيل عن السوق الأولية أنها سوق الاستثمار الحقيقي، وعن السوق الثانوية أنها سوق الاستثمار المالي، لا الاستثمار الحقيقي.
- ويتمُّ تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية بأحد الأسلوبين:
- أ- **الأسلوب المباشر**: بمعنى أن تباشر الشركة نفسها أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وذلك بالاتصال المباشر بالمشتريين من الأفراد أو المؤسسات المالية، وبيع تلك الأوراق لهم<sup>2</sup>.
  - ب- **الأسلوب غير المباشر**: بمعنى أن يتولَّى أمر تسويق الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة غيرها من المؤسسات المُتخصِّصة في هذا الشأن كمصارف الاستثمار. ولتسويق الأوراق المالية -وفق هذا الأسلوب - أنواعٌ نذكر منها ما يلي:
- \* **النوع الأول**: ما يُعرَف بتأمين تغطية الاكتتاب، ويتمُّ ذلك بصورٍ منها:
    - أن يقوم بنك الاستثمار بشراء الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة بسعرٍ يقلُّ عن السعر المنقَّح على بيعها به في السوق، ثم يقوم ببيعها للمستثمرين من الأفراد والمؤسسات الاستثمارية بالسعر المنقَّح عليه، ويتمثَّل ربح البنك - في هذه الصورة - في الفرق بين سعر الشراء والبيع<sup>3</sup>.
    - أن يقوم بنك الاستثمار ببيع الأوراق المالية للمستثمرين نيابةً عن الشركة المُصدرة، مع ضمان تصريف الإصدار كُله، أو حدِّ أدنى منه، بسعرٍ منقَّحٍ عليه، بحيث إذا بقي شيءٌ من الإصدار لم يتمَّ تصريفه فإن البنك يقوم بشراؤه<sup>4</sup>؛ ويأخذ البنك مقابل ذلك عمولة، تتراوح ما بين 10% إلى 15% من حصيله ببيع الإصدارات.
  - \* **النوع الثاني**: ما يُعرَف بطريقة بذل أقصى جهدٍ ممكن؛ بحيث لا يضمن بنك الاستثمار تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المُصدرة، وإنما يقتصر نشاطه على بذل قصارى جهده في بيع هذه الأوراق، مقابل أجرٍ منقَّحٍ عليه، على أن يتمَّ إرجاع الأوراق التي لم يتمَّ بيعها إلى الشركة المُصدرة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Stephen A.Ross and Randolph W.Westerfield and Bradford D.Jordan, **Essentials Of Corporate Finance**, McGraw Hill, fourth edition, 2004, p: 16.

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق رأس المال**، القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، 1996، ص: 38.

<sup>3</sup> - محمد أيمن عزت الدين، **الإدارة التمويلية في الشركات**، الرياض، مكتبة العيكان، ط3، 1999، ص: 532.

<sup>4</sup> - أحمد التهامي عبد المنعم، **التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية**، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1990، ص: 24.

<sup>5</sup> - محمود صبح، **الابتكارات المالية**، مصر، الدار الجامعية، ط1، 1998، ص: 60.

\* النوع الثالث: ما يُعرَف بالترتيبات الخاصة، وذلك بأن يُرتَّب بنك الاستثمار أمر بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية إلى مستثمرين معيَّنين، كشركات التأمين، أو غيرها من المؤسسات؛ حيث يتقاضى البنك أجراً مقابل أتعابه في مثل هذه الترتيبات<sup>1</sup>.

## 2-2-2 السوق الثانوية - سوق التداول -:

تُدعى كذلك بسوق التداول، وتُعرَف بأنها: « تلك السوق التي يتمُّ من خلالها بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها »<sup>2</sup>.

كما يمكن تعريفها على أنها: « السوق التي تتمُّ فيها إعادة بيع الإصدارات الأولى من الأوراق المالية »<sup>3</sup>.  
وزيادةً في إيضاح مفهوم السوق الثانوية يمكن إبراز الأمور الآتية:

- في السوق الثانوية يستطيع المقرض أو المساهم بيع جزءٍ أو كل من سندات أو أسهمه لطرفٍ آخر.
- يجري التداول والتعامل في السوق الثانوية من غير أن تكون الشركة المُصدرة للورقة طرفاً في التعاملات.
- تأتي أهمية السوق الثانوية من كونها سوقاً مستمرة، يستطيع فيها حاملو الأوراق المالية بيعها في أيِّ وقتٍ شاءوا.
- التعامل في السوق الثانوية إما أن يجري في بورصة الأوراق المالية، وإما خارجها.

ويمكن تقسيم هذه السوق إلى<sup>4</sup>:

- أ- **السوق المنظمة:** تُسمَّى البورصات، وتُعرَف على أنها: « سوقٌ مستمرة ثابتة المكان، تُقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محدَّدة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم، للتعامل في الأوراق المالية، وفقاً لنظمٍ ثابتة، ولوائح محدَّدة ».
- ب- **السوق غير المنظمة:** يُطلق عليها اسم السوق الموازية، وهي تتميز بعدم وجود مكانٍ محدَّد لإجراء التعامل، وإنما يتمُّ الاتِّصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكةٍ من أجهزة الاتِّصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسوب الآلي، وغيرها من وسائل الاتِّصال السريعة التي تربط بين المتعاملين ».

ويوجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- **السوق الثالثة:** يُمثِّل قطاعاً من السوق غير المنظمة، التي تتكوَّن من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجَّلة في تلك الأسواق، وهذه الأوراق على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأيِّ كميةٍ مهما كبرت أو صغرت<sup>5</sup>.
- **السوق الرابعة:** يُقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلباتٍ كبيرة؛ وذلك كإستراتيجيةٍ للحدِّ من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. ويتمُّ

<sup>1</sup> محمد أيمن عزت الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 533.

<sup>2</sup> أحمد أبو الفتوح الناقا، نظرية النقود والأسواق المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 2001، ص: 21.

<sup>3</sup> هدى محمد رشوان، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

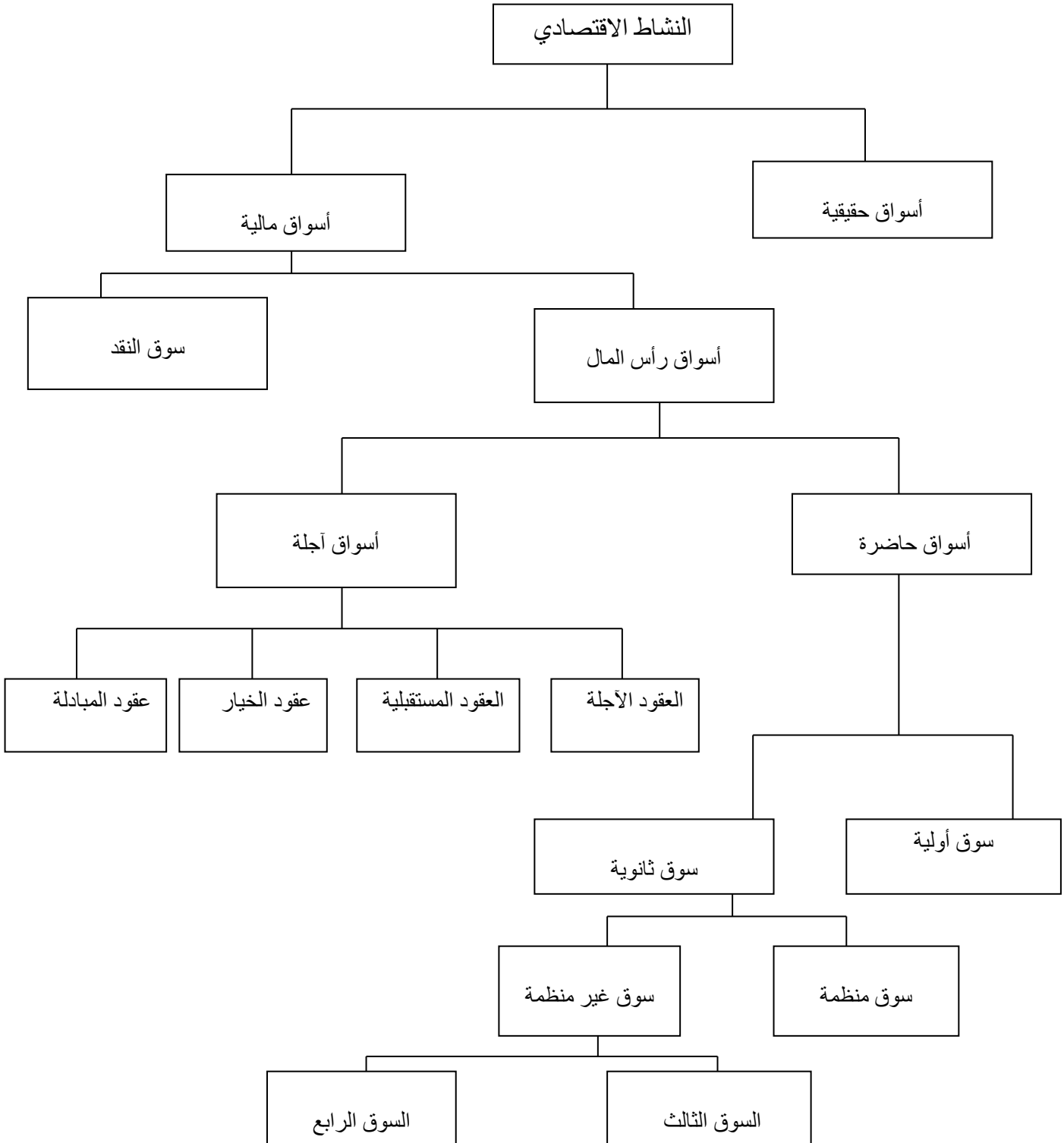
<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 95، 106.

<sup>5</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2006، ص: 10.

اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيطٍ يعمل لإتمام الصفقة، تساعده في ذلك شبكة اتصالات قوية (الهاتف، الفاكس، الإنترنت، أو أطراف الحاسوب). هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزونٍ من الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجّه إليها المستثمر أمواله. بعبارة أخرى، لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر؛ ومن ثمّ فإنّ أتعابه تقلُّ بكثيرٍ عن عمولة السمسرة كما قد يحصل عليها صفقةً بصفقة، أو يتّفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 80، 81.

الشكل رقم (01): مكونات سوق المال.



المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 15.

**ثانياً: تنظيم سوق الأوراق المالية:**

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشغل به سوق الأوراق المالية، كما تعمل على عملية تسعير الأوراق المالية.

لتوضيح تنظيم وطرق التسعير بسوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

**1- أركان سوق الأوراق المالية:**

يمكن تقسيم أركان سوق الأوراق المالية إلى ثلاث فئات هي: فئة المقرضين أو المستثمرين، وفئة المصدرين أو المقترضين، وفئة الوسطاء.

**1-1 فئة المقرضين أو المستثمرين:**

تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد و المؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، والتي ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي إما في عمليات اقتراض مباشرة أو في المتاجرة في الأوراق المالية.

ومما يجدر ذكره هنا، هو أنه وإن كان بإمكان المؤسسات المالية كالبنوك التجارية<sup>1</sup>، والبنوك المتخصصة، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار؛ وذلك لأن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلةً لمدخرات الأفراد فيها<sup>2</sup>.

**1-2 فئة المقترضين أو المصدرين:**

تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية على احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض التوسع أو الاستهلاك. ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالية إما عن طريق الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا كان يُشترط في المصدر أن يكون مؤسسة مالية، أو هيئة حكومية، فإنه يمكن للمقرض أن يكون فرداً مثلما يمكن أن يكون مؤسسة<sup>3</sup>.

**1-3 فئة الوسطاء:**

يُطلق لفظ الوسيط على من يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة نيابةً عن العميل كما يُطلق عليه في بعض الأسواق لفظ السمسار. يقوم الوسطاء في سوق الأوراق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الورقة المالية والجهات المُصدرة للأوراق المالية؛ حيث يكون الوسيط عادةً شخصاً طبيعياً أو

<sup>1</sup> -Mishkin, Frederic, **Financial Markets Institutions**, Fourth Ed., USA, Addison Wesley, 2003. PP: 146-149.

<sup>2</sup> جمال جويدان الجمال، **الأسواق المالية والنقدية**، الأردن، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2002، ص ص: 24، 27.

<sup>3</sup> محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، عمان، مؤسسة الوراق، ط2، 1999، ص: 152.

معنوياً<sup>1</sup>، شرط أن يكون مرخصاً له بموجب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماتها بممارسة عملية الوساطة، بالإضافة إلى القيام بمجموعة من الأعمال نوجزها فيما يلي<sup>2</sup>:

### 1-3-1 أعمال السمسرة:

تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال، بناءً على الأوامر التي يُصدرها إليه العميل، بالتوسط لبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، في أسواق البورصة، وشرائها. بمعنى آخر، إن عمل السمسار يقتصر على التوسط بين البائع والمشتري، أي الجمع بينهما دون أن يباشر العقد بنفسه، مقابل الحصول على عمولة<sup>3</sup>.

### 1-3-2 صناعة السوق:

يقوم الوسيط بدور صناعة السوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية أو الموازية، بموجب ترخيصٍ تمنحه إياه إدارة السوق، وذلك إما لصالح عملائه، أو لصالحه الخاص ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

- توفير السيولة اللازمة للسوق، وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق، بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء، حسبما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالية، وبما يُحقق نوعاً من الاستقرار للأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

### 1-3-3 تغطية الإصدارات الأولية:

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المُتعهد لتغطية إصدارٍ أولي معين، سواءً أكان في صورة أسهم أو سندات؛ ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية؛ حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو بنفسه بشرائها لحسابه الخاص.

## 2- الأوامر في سوق الأوراق المالية:

### 1-2 تعريف الأوامر:

هي عبارة عن تعليماتٍ يمنحها المستثمر للوسيط المالي؛ بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية. وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ؛ ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكلٍ دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسيةً عند تحديد أي أمرٍ أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه؛ وكل أمرٍ يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكلٍ دقيق؛ لكي يُنفذ بطريقةٍ جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> -Mishkin, Frederic, op cit, p:149.

<sup>2</sup> - جمال جويدان الجمال، مرجع سبق ذكره، ص ص: 27، 28.

<sup>3</sup> - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية"، القاهرة، دار النهضة العربية، 1995، ص: 67.

<sup>4</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 123، 125.



## 2-2 أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية:

وتتنوع الأوامر الصادرة على المتعاملين في السوق المالية، سواءً أكانت أوامر بيع أم أوامر شراء، وفقاً لاعتباراتٍ مُتنوّعة. نذكرها فيما يلي:

### الجدول رقم (01): الأوامر ومعايير تصنيفها.

معايير تصنيف الأوامر	نوع الأمر	لفهومه
لأوامر من حيث تحديد لسعر، أو عدمه، وطريقة لتحديد: لسعر:	- الأمر محدد	وهو الأمر الذي يُحدّد فيه المُوكِّل، سواءً كان بائعاً أو مشترياً، السعر الذي يريد أن يُبرم به السمسار العقد <sup>1</sup> ، ويقتضي أن يبادر السمسار إلى تنفيذ أمر الموكل، عندما يصل إلى السوق أمرٌ مطابقٌ له في السعر، أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة الأمر بالبيع <sup>2</sup> .
	- الأمر السوقي:	وهو الأمر الذي يطلب فيه المُوكِّل من وكيله السمسار، أن يبيع أو يشتري له عدداً معيناً من الأسهم بالسعر السائد في السوق دون أن يُحدّد له السعر <sup>3</sup> . هذا النوع من الأوامر يجرى تنفيذه من قبل السماسرة فور تسلّمهم له من مُوكِّليهم، وفقاً لأفضل الأسعار السائدة وقت التنفيذ.
	- الأمر بسعر الفتح و بسعر الإقفال:	وهو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل السمسار ببيع أوراقٍ ماليةٍ معينة أو شرائها بسعر الفتح، وهو السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال، وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول، قبيل إقفال السوق <sup>4</sup> .

<sup>1</sup> سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مصر، مكتبة عين شمس، 1998، ص: 81.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، البورصات، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2001، ص: 49.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1999، ص: 95.

<sup>4</sup> سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

<p>ليوم، أو أسبوع، أو شهر، أو أكثر.</p>	<p>- الأمر المؤقت بمدة معينة:</p>	<p>نواع الأوامر من حيث وقيت الأمر<sup>1</sup>:</p>
<p>وهذا الأمر يظل قائماً إلى أن يتمّ تنفيذه، أو إلغاؤه من قبل الموكل.</p>	<p>- الأمر مفتوح لمدة:</p>	
<p>هو الأمر بالبيع أو الشراء وفق وحدة التداول المقررة من قبل إدارة البورصة، أو مضاعفاتها، وهي تختلف من بورصة إلى أخرى؛ ففي بعض البورصات تبلغ وحدة التداول مائة سهم، وفي بعضها خمسة وعشرون سهماً، وهكذا.</p>	<p>- الأمر الزوجي (غير الكسري):</p>	<p>لأوامر من حيث كمية الأوراق المالية المطلوب بيعها أو شراؤها<sup>2</sup>:</p>
<p>هو الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية، يقلّ عددها عن وحدة التداول لمقررة.</p>	<p>- الأمر الفردي (الكسري):</p>	
<p>وهو نوع من الأوامر، يجعل فيه التعامل للسهم الحرة في بيع أو شراء ما يراه مناسباً من الأوراق المالية، مع تفويضه في اختيار نوع الأوراق، وعددها، وسعرها، والوقت المناسب لتنفيذ الأمر.</p>	<p>لأمر المطلق:</p>	

المصدر: من إعداد الأستاذ.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 129.  
<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 124، 125.

## ثالثاً: سوق الأوراق المالية: خصائصها، وظائفها.

### 1- خصائص سوق الأوراق المالية:

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تُميّزها عن غيرها من الأسواق الأخرى نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

- يرتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل.
- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى؛ نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين.
- تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوقٍ ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- يُوفّر التداول في سوق الأوراق المالية المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة؛ حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- يتم التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

- تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- يتطلب الاستثمار في سوق الأوراق المالية توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

### 2- وظائف سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية وظائف عدة نذكر منها ما يلي:

- 1-2 آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية، وتحريك رؤوس الأموال الوطنية: وذلك من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات الإنتاجية ذات العجز المالي. من خلال هذه الآلية تؤدي سوق الأوراق المالية دورين هما<sup>2</sup>:
- تقديم الفرص للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعدّدة للمنتجين لتمويل مشروعاتهم أو التوسّع فيها.

- توزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي العجز المالي.

- 2-2 أداة لتوفير فرص استثمارية متنوّعة ومتفاوتة من حيث المخاطر: و ذلك من خلال كثرة وتنوّع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 37، 38.

<sup>2</sup> -N. Gregory Mankiw, **principles of economics**, second edition, USA, Harcourt College Publishers, 2001, p:562.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي و رسمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مصر، مكتبة الإشعاع، 1997، ص: 45.

2-3 أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ؛ فهي تُعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها<sup>1</sup>. فحجم المعاملات ينبئ عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، والأسعار التي يتم التعامل بها تُنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة<sup>2</sup>.

2-4 أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تُعدّ مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي؛ فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان لتشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاءٍ لعقد القروض المالية.

2-5 أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية: وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي. و يتطلب هذا الأمر توافر عدة سماتٍ في سوق الأوراق المالية نذكر منها<sup>3</sup>:

- كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حدٍ مقارنةً بالعائد الذي يمكن أن تُسفر عنه تلك المعاملات.
- عدالة السوق: بمعنى أن تُتيح السوق فرصةً متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- الأمان: يُقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتليس، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي تعتمد عليها بعض الأطراف.

### 3- أهم البورصات العالمية:

من أهم البورصات العالمية نذكر ما يلي<sup>4</sup>:

#### 3-1 بورصة نيويورك (ول ستريت):

من أهم وأكبر البورصات في اقتصاد الوم أ، ونظراً للوزن الكبير للاقتصاد الأمريكي في الناتج المحلي الإجمالي العالمي ومن المؤكد أنها تمثل حركة التداول في كل من بورصة نيويورك وبورصة ناسداك ما يوازي نصف إجمالي حركة التداول في البورصات العالمية، خصوصاً أن العديد من أسهم الشركات الكبرى يتم تداول أسهمها بهاتين البورصتين، إلى جانب الأسهم الأمريكية المحلية، ومما زاد من أهمية هذه البورصة الوضع المتميز للدولار الأمريكي في النظام النقدي الدولي.

<sup>1</sup> - العاني، عماد محمد علي ، اندماج الأسواق المالية الدولية، بغداد، بيت الحكمة للنشر، 2002، ص:63.

<sup>2</sup> - رسمية قرياقص، أسواق المال، مصر، الدار الجامعية للطباعة والنشر، 1999، ص: 48.

<sup>3</sup> - عبد الغفار خنفي و رسمية زكي قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006، ص: 190، 191.

<sup>4</sup> - أكبر 8 بورصات في الأسواق العالمية 2020:

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

**2-3 بورصة ناسداك:**

تمثل ناسداك NASDAQ أو الرابطة الوطنية للأسعار الآلية لتجار الأوراق المالية، وهي ثاني أكبر البورصات العالمية من حيث القيمة السوقية، تقع ناسداك في الوم أ في ميدان التايمز ( Tems Square ) الشهير عالميا، تأسست من عام 1971م من قبل الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية، عملت بورصة ناسداك على إنهاء الفوضى من خلال أجهزة الكمبيوتر والهواتف، لتكون أول بورصة إلكترونية في العالم، وهي الآن متخصصة في إدراج فقط الشركات القائمة على التكنولوجيا في السوق الأمريكي.

**3-3 بورصة لندن:**

تعتبر لندن أهم مركز مالي أوروبي، كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم، ويعود نشاط بورصة لندن إلى القرن 17م، حيث بدأت الحكومة البريطانية وبعض الشركات التجارية الكبرى بتجميع رؤوس الأموال من خلال بيع الأسهم والسندات، ومع تزايد حجم الاستثمارات المالية ظهر نوع من المتعاملين يؤدي دور الوساطة بين بائعي ومشتري الأوراق المالية.

وبدأت لندن تكسب أهميتها كمركز مالي دولي خلال القرن 19م، حيث وصلت الاستثمارات الخارجية البريطانية إلى حدودها القصوى، وبعد الحرب العالمية الأولى تأثرت شهرة السوق المالي البريطاني بسبب المنافسة الكبيرة من طرف بورصة نيويورك، إضافة إلى الأثر السلبي الأزمة المالية العالمية سنة 1929م على دور بورصة لندن، وبعد الحرب العالمية الثانية تمكنت لندن من العودة إلى الساحة المالية الدولية من خلال تقديمها لقروض الأورو- دولار. تشير الإحصائيات والدراسات إلى أن عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن يزيد عن 6000 سهم، بنسبة تقدر ب 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المالية الأوروبية، منها 2000 سهم لشركات دولية وأوروبية، أما بالنسبة للسندات فسوق لندن المالي يعتبر من أول الأسواق الأوروبية أكبرها في هذا المجال، ذلك أن معظم السندات الصادرة في السوق المالي الدولي مسجلة في سوق لندن، حيث ينقسم سوق لندن المالي إلى سوق الأسهم وسوق السندات، وسوق العقود المستقبلية وسوق العملات الأجنبية.

**3-4 بورصة طوكيو:**

تقع في طوكيو وهي ثاني أكبر بورصة أوراق مالية في العالم حسب الشركات المدرجة فيها والقيمة السوقية بعد بورصة نيويورك، في 31 ديسمبر 2007 وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة طوكيو إلى 2414 شركة بقيمة سوقية تقدر ب 4.3 ترليون دولار.

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

### 3-5 بورصة القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية:

أنشأت بورصة القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية منذ أكثر من 100 عام، وهي أول بورصة للأوراق المالية في مصر، وتعتبر شخصية معنوية عامة مملوكة لدولة، إلا أنها تدار كمؤسسة خاصة، وهناك ثلاث أوراق مالية يتم تداولها فيها هي: الأسهم والسندات ووثائق صناديق الاستثمار المغلقة.

### 3-6 بورصة الجزائر:

تم إنشاء بورصة الجزائر في منتصف عام 1997م، بمساهمة البنوك التجارية الحكومية وشركات التأمين، ويتم إدارتها بواسطة جهتين هما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم، وقد باشرت البورصة نشاطها على الوجه الأكمل في سبتمبر 1999م<sup>1</sup>.

### 4- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

تُمثّل الأدوات والوسائل المستخدمة للتعامل في سوق الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في عمل هذه الأسواق؛ فهي تُعتبر أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، كما تُعتبر أصولاً مالية بالنسبة للمستثمرين، تُعطي لحاملها الحق في الحصول على عائدٍ محدّد أو غير محدّد.

#### 4-1 أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تُمثّل الأسهم أحد أصناف أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية، والتي بدورها تنقسم إلى عدة أنواع، كما تتميز بعدة خصائص نسوقها فيما يلي:

#### 4-1-1 تعريف السهم:

السهم عبارة عن حصة الشريك في الشركة، مُمثّلة بصكّ قابل للتداول<sup>2</sup>؛ أو عبارة عن حصة في رأس مال شركة مساهمة<sup>3</sup>، أو إحدى شركات الأموال<sup>4</sup>.

وللسهم قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، نوجزها فيما يلي:

\* **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تُحدّد للسهم عند تأسيس الشركة، وتُدوّن في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم المكوّنة لرأس مال الشركة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - أزهي الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2012، ص ص: 145، 146.

<sup>2</sup> - عزيز العكلي، القانون التجاري، عمان، مكتبة دار الثقافة، 1997، ص: 280.

<sup>3</sup> Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010, p: 12.

<sup>4</sup> - مصطفى كمال طه، القانون التجاري، مصر، دار الجامعة الجديدة، 1990، ص: 290.

<sup>5</sup> - محمد ناظم نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، دار وائل، ط1، 1999، ص: 211.

\* القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة - بعد خصم التزاماتها - على عدد الأسهم المُصدّرة، أو بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة، على عدد الأسهم المُصدّرة<sup>1</sup>.

\* القيمة السوقية: وهي القيمة التي يُباع بها السهم في السوق، وهي تتغيّر بحسب حالة العرض والطلب التي تتأثر بعوامل مُتعدّدة ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو الوضع الاقتصادي العام؛ لذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو الدفترية، وقد تكون أقلّ منها أو أكبر<sup>2</sup>.

#### 4-1-2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها:

تتنوع الأسهم لاعتباراتٍ مختلفة إلى عدة أنواع نذكرها فيما يلي:

#### الجدول رقم (02): معايير تصنيف الأسهم.

مفهومها	نوع الأسهم	معيّار تصنيف السهم
وهي الأسهم التي تُعطى لصاحبها إذا قدّم حصةً في رأس مال الشركة نقداً، ولا تصبح قابلةً للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.	- الأسهم النقدية:	- أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يُقدّمها الشريك <sup>3</sup> :
وهي الأسهم التي تُعطى للشريك إذا قدّم حصةً في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع. وهذه الأسهم لا بد أن تكون محرّرةً بالكامل عند الاكتتاب.	- الأسهم العينية:	
وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وذلك بأن يُدوّن اسمه على شهادة السهم، ويُقيّد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.	- الأسهم الاسمية:	- أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها <sup>4</sup> :

<sup>1</sup> حسني علي حريوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، عمان، الشركة الدولية، 1995، ص: 51.

<sup>2</sup> - Vandyk, Charles, Financial Ratio Analysis, Canada, Trafford Publishing, 2006, p149.

<sup>3</sup> مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص: 193، 194.

<sup>4</sup> - مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مصر، مطبعة كرسا توماش، ط1967، ص: 22، 25.

<p>وهي الأسهم التي لا يُذكر فيها اسم مالِكها، وإنما يُذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها؛ حيث يُعتبر حاملها مالِكاً لها، ويتمُّ تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة، أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري.</p>	<p><b>الأسهم لحاملها:</b></p>	
<p>وهي الأسهم التي يُذكر فيها اسم مالِكها، مع النصِّ على كونها لإذنه أو لأمره، ويتمُّ تداولها بطريقة التظهير، وذلك بأن يُدوّن البائع على ظهر شهادة السهم ما يدلُّ على انتقال ملكيتها إلى المشتري.</p>	<p><b>الأسهم الأذنية أو لأمر:</b></p>	
<p>وهي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها، أي التي لم تُرد قيمتها إلى أصحابها في أثناء قيام الشركة.</p>	<p><b>أسهم رأس المال:</b></p>	<p>أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه<sup>1</sup>:</p>
<p>وهي الأسهم التي تُعطى للشريك عوضاً عن أسهمه التي دُت إليه قيمتها في أثناء قيام الشركة؛ حيث تُردُّ الشركة إلى المساهم قيمة أسهمه، وتمنحه بدلاً عن ذلك سهم تمثُّع، يخوّل له الحقوق التي لأسهم رأس المال، إلا في الأرباح واقتسام أصول الشركة عند حلّها.</p>	<p><b>أسهم التمتع:</b></p>	
<p>وهي مستند ملكية، تُحوّل لصاحبها مجموعة من الحقوق نذكر منها ما يلي<sup>3</sup>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها.</li> <li>- حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إن كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.</li> <li>- حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحقيقها وتوزيعها.</li> </ul>	<p><b>الأسهم العادية:</b></p>	<p>أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها<sup>2</sup>:</p>

<sup>1</sup>- Pascal Alphonse et autres, **Gestion de Portefeuille et Marchés Financiers**, Pearson Education, Paris, France, 2010, p:55-50.

<sup>2</sup>- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مصر، كليوباترا للطباعة والنشر، 1998، ص: 21.

<sup>3</sup>- إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، أبو ظبي، الدار الجديدة، 2005، ص: 37، 38.



<p>- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.</p> <p>- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تُصدرها الشركة لزيادة رأس مالها.</p> <p>- حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بطريقة البيع في السوق الأوراق المالية.</p> <p>- حق انتخاب مجلس إدارة الشركة.</p> <p>- حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.</p>		
<p>هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية، ولكنها تتميز عن الأسهم العادية فيما يلي<sup>1</sup>:</p> <p>- لحملة الأسهم الممتازة حق ثابت في الأرباح التي تُقرّر الشركة توزيعها، والغالب أن تحدّد هذه الأرباح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم.</p> <p>- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية.</p> <p>- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيبهم من صافي أصول الشركة عند تصفيتها، بما يعادل قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية.</p> <p>ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد، إلا أن للشركة الحق في استدعائه<sup>2</sup>.</p> <p>- ليس لحملة الأسهم الممتازة حقّ الترشّح، أو المشاركة في إدارة الشركة، أو حقّ التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة، إلا أنهم قد يُعطون هذا الحق في حالات استثنائية معينة، يُنصّ عليها في عقد الإصدار.</p>	<p><b>الأسهم الممتازة:</b></p>	

المصدر: من إعداد الأستاذ.

<sup>1</sup> ابراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 26، 27.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 22، 23.

## 4-2- أدوات المديونية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تُمثّل السندات إحدى الأدوات المالية طويلة الأجل؛ وتتدرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها كما

يلي:

### 4-2-1 تعريف السند:

يُعتبر السند ورقةً مالية تُصدّرها المؤسسة التجارية والحكومة، كوسيلةٍ لاقتراض أموالٍ طويلة الأجل<sup>1</sup>. كما يُعرّف بأنه وعدٌ مكتوب لدفع مبلغٍ من النقود إلى حامله بتاريخٍ معين، مع دفع نسبةٍ من الفائدة على القيمة الاسمية<sup>2</sup>.

وللسندات قيمةً اسمية، وقيمةً جارية، نذكرها كما يلي:

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي يُصدّر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغيّر منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد.

- القيمة الجارية: وهي القيمة التي يُتداول بها السند في السوق المالية.

### 2-2 أنواع السندات وخصائص كل منها:

تتنوّع السندات لاعتباراتٍ مختلفة إلى عدة أنواعٍ نذكرها فيما يلي:

الجدول رقم (03): معايير تصنيف السندات.

مفهومه:	نوع السند:	معيّار تصنيف السندات:
وهي سنداتٌ صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروضٌ تُمثّل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك، وشركات القطاع العام أو القطاع الخاص، والخواص.	سندات عامة:	تقسيم السندات حسب الجهة المُصدّرة <sup>3</sup> :
وهي السندات التي تُصدّرها شركاتٌ مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها.	سندات خاصة:	
وهي السندات التي يُنصّ - عند إصدارها - على لزوم الوفاء بها في تاريخٍ محدّد، بأن يدفع المُصدّر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحقّ له إلزام حامل السند بقبول الوفاء به قبل هذا التاريخ.	السندات ذات التاريخ لمحدّد للوفاء:	تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بها <sup>4</sup> :

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، الرياض، كنوز اشبيليا، 2004، ص: 201.

<sup>2</sup> - Kidwell, David and others, **financial institutions, markets and money**, 8<sup>th</sup> edition, USA, 2003, p:62.

<sup>3</sup> - G. DEFOSSE et P. Balley, **La bourse des valeurs, que sais-je**, Edition Bouchène, Alger, 16<sup>ème</sup> édition 1993, P 18.

<sup>4</sup> - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 539.

عن طريق السحب بالقرعة.	تسديد عددٍ من السندات سنوياً:	السندات التسلسلية <sup>1</sup> :
بحيث يتمّ الوفاء بكل القيمة عند حلول أجل القرض.	تسديد جزء من قيمة كل سند سنوياً:	
وهي السندات التي يُنصُّ في عقد الإصدار رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت الشركة مصلحةً في ذلك؛ وفي الغالب يتمّ استدعاء السند بقيمته الاسمية، مع زيادة تُسمّى علاوة الاستدعاء <sup>2</sup> .	السندات القابلة للاستدعاء:	
وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهمٍ عادية أو ممتازة بعد مضي مدةٍ محدّدة، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحوّل - بمجرد التحويل - من دائنٍ للشركة إلى شريكٍ مساهم، وذلك وفق شروطٍ وقواعد محدّدة في العقد، أما إذا لم يرغب في ذلك فيكون من حقّه استرداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق.	السندات القابلة للتحويل:	
وهي السندات التي تُحدّد فائدتها بنسبةٍ مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية؛ بحيث تُدفع هذه الفوائد المحددة بشكلٍ دوري، إلى أن يحلَّ أجل الاستحقاق، ويتمّ الوفاء بالقيمة الاسمية للسند <sup>4</sup> .	السندات ذات معدل لفائدة الثابت:	تقسيم السندات من حيث الدخل <sup>3</sup> :
وهي السندات التي لا تُحدّد فائدتها بنسبةٍ ثابتة، وإنما تتغيّر هذه النسبة تبعاً لتغيّر أسعار الفائدة الجارية في السوق، أو حسب معدل التضخم <sup>5</sup> .	السندات ذات معدل لفائدة العائم (المتغيّر):	
وهي السندات التي تُباع بها بخضمٍ من قيمتها الاسمية؛ فلا تحمل معدلاً لفائدة كغيرها من السندات، وذلك أنها تُباع عند لإصدار بسعرٍ يقلُّ عن القيمة الاسمية المدوّنة عليها، ولا يلتزم مُصدِّرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحلُّ أجل استحقاقها <sup>6</sup> .	السندات التي لا تحمل معدل فائدة (السندات ذات الكوبون الصفري):	
وهي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة رباحاً في تلك السنة؛ بحيث لا يحقُّ لحملتها المطالبة بالفوائد	سندات الدخل:	

<sup>1</sup> عزيز العكيلي، مرجع سبق ذكره، ص: 297.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 32، 35.

<sup>3</sup> Eugene.Brigham and Michael C.Ehrhardt, **Financial Management: Theory and Practice**, Thomson South-Western, 11<sup>th</sup> edition, USA, 2005, pp: (213-215).

<sup>4</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 537.

<sup>5</sup> -Arnold , Glen, **corporate financial management** , printed in Great Britain by William Clowes Ltd , p448

<sup>6</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 33.

<p>في السنوات التي لم تُحقَّق فيها الشركة أرباحاً كافية.</p>		
<p>وهي السندات التي تُعطي حاملها الحقَّ في جزءٍ من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدلٍ معين، إضافةً إلى الفوائد الدورية<sup>1</sup>.</p>	<p>سندات المشاركة:</p>	
<p>وهي السندات المضمونة بأصلٍ من الأصول التي تملكها الشركة كالعقار بعينه، أو جميع ممتلكات الشركة من عقارات، ومصانع، وآلات، وغيرها؛ بحيث إذا عجزت الشركة عن الوفاء بالتزاماتها، كالتأخر في دفع الفائدة، أو عدم سداد أصل الدين في تاريخ الاستحقاق، تُباع هذه الأصول، ويوفَّى أصحاب السندات لمضمونة حقوقهم من قيمتها.</p>	<p>سندات المضمونة برهن أصولٍ معينة:</p>	<p>تقسيم السندات من حيث الضمان وعدمه<sup>2</sup>:</p>
<p>وهي السندات التي لا تكون مضمونةً بشيءٍ معين، وإنما لضامن الوحيد لحملتها سمعة الشركة من حيث مركزها المالي وحجم إيراداتها؛ وفي حال تصفية الشركة أو إفلاسها يُعامل حملة هذا النوع من السندات معاملة غيرهم من دائني الشركة؛ بحيث تُستوفى حقوقهم من أصول الشركة إذا لم تكن ضامنة لسنداتٍ أخرى.</p>	<p>السندات غير المضمونة برهن أصولٍ معينة (السندات العادية):</p>	
<p>وهو السندات الذي لا يُذكر فيها اسم مالِكها، وإنما يُذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها؛ حيث يُعتبر حاملها مالِكاً له، ويتم تداولها، ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة، أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري، ويكون لحاملها الحقُّ في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها.</p>	<p>السندات لحاملها:</p>	<p>تقسيم السندات من حيث شكله<sup>3</sup>:</p>
<p>وهي السندات التي تحمل اسم مالِكها، وذلك بأن يُدوّن اسمه على شهادة السهم، ويُقيد اسم المقرض في سجلاتٍ خاصة، تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك السندات، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقيد اسمه في تلك السجلات.</p>	<p>السندات الاسمية أو المسجلة:</p>	
<p>وهي السندات التي يُذكر فيها اسم مالِكها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريقة التظهير، وذلك بأن يُدوّن</p>	<p>السندات الأذنية أو لأمر:</p>	

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

<sup>2</sup> أحمد التهامي عبد المنعم، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

<sup>3</sup> محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 262.

المصدر: من إعداد الأستاذ.	البائع على ظهر شهادة السند ما يدلُّ على انتقال ملكيتها إلى المشتري.
---------------------------	---

### 4-3- الفرق بين الأسهم والسندات:

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصةً في الجدول التالي:

#### جدول رقم (04): مقارنة بين الأسهم والسندات.

السهم	السند
- السهم هو جزءٌ من رأس المال الشركة.	- السند هو دينٌ على الشركة.
- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة.	- يعتبر حملة السندات دائنين.
- عائد السهم متغيّر.	- عائد السند ثابت.
- عائد الأسهم يُعتبر توزيعاً للأرباح تخضع للضريبة.	- الفوائد على السندات تُعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
- للمساهمين حقّ الاطلاع والحصول على معلومات بخصوص سير العمل بالشركة من خلال حضورهم اجتماع الجمعية العامة، وحصولهم على المستندات والتقارير الدالة على نشاط الشركة.	- حملة السندات ليس لهم أي حقّ في التخلُّل في إدارة الشركة إلا في حالتين: تعيّر الشكل القانوني، وإدماج شركة في أخرى.
- للمساهمين الحقّ في إدارة شؤون الشركة من خلال الموافقة على الحسابات الختامية للسنة المالية المنتهية، وتعيين أعضاء مجلس الإدارة.	- ليس لحملة السندات الحقّ في إدارة شؤون الشركة.
7- المساهمين الحقّ في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.	- ليس لحملة السندات أيّ حقّ أفضلية أو أولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال.
- حامل السهم لا يستردُّ رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يُشترط أن يكون ما دفعه هو ما يستردّه، وهو قابلٌ للزيادة أو النقصان.	- حامل السند يستردُّ رأس ماله في الوقت المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.
- عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحقّ في استرداد مدخراتهم بعد تسديد كافة الديون.	- حامل السند له الحقّ الحصول في استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أيّ شيء.
- القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي (على السند).

المصدر: ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 44، 45.

## رابعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلاً، حيث تعطي فكرة سريعة عن اتجاه أسعار الأسهم والسندات المتداولة فيه. وإذا كان نشاط المنشأة التي تتداول أوراقها المالية في السوق يمثل الجانب الأكبر والرئيسي من النشاط الاقتصادي في الدولة، وكان السوق يتسم بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة.

### 1- مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

للمؤشرات عدة تعاريف وعدة استخدامات يمكن التفصيل فيها من خلال الآتي:

مؤشر سوق الأوراق المالية " هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم"<sup>1</sup>.

### 2- كيفية بناء المؤشرات:

على الرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث بنائها، فإنها تقوم على ثلاث أسس هي<sup>2</sup>:

\* ملاءمة العينة:

يقصد بالعينة في هذا الصدد الشركات التي استخدمت أسهمها في بناء المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب:

- **الحجم:** فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.
- **الاتساع:** فيقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق.
- **المصدر:** فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق المالية "<sup>3</sup>.

### \* الأوزان النسبية لمفردات العينة:

يقصد بالأوزان النسبية في هذا الصدد القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وهناك مدخلان شائعان لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي تقوم عليها المؤشر، نذكرها كما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، الدار الجامعية، 2002، ص: 251.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 93، 101.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

- **مدخل الوزن على أساس السعر:** يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، ولما كان المؤشر يعكس حالة السوق، فإنه عادة ما يطلق عليه بعائد السوق، والأهم من كل ذلك أن المتوسط المستخرج لأسعار الأسهم أي قيمة المؤشر المحسوبة يرمز له بعدد النقاط.

يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يعتمد فقط على سعر السهم، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها، فلو أن هناك منشأتين متماثلتين تماماً؛ حيث أن القيمة السوقية لحقوق الملكية لكل منهما متساوية، غير أن الأسهم العادية للمنشأة الثانية يساوي ضعف عدد الأسهم العادية للمنشأة الأولى، فإن سعر سهم المنشأة الأولى يساوي ضعف المنشأة الثانية<sup>1</sup>، ووفقاً لمدخل السعر سيكون وزن سهم المنشأة الأولى داخل المؤشر أكبر من مثيله للمنشأة الثانية. وكما يبدو فإن هذا لا يرجع إلى التفاوت في القيمة الاقتصادية للمنشأة أو أهميتها، بل يرجع فقط إلى تفاوت عدد الأسهم العادية الذي يتكون منها رأس المال، في حين أن القيمة الكلية لكل من المنشأتين واحدة. كما أن تجزئة أحد الأسهم المكونة للمؤشر من شأنه أن يحدث خللاً في المؤشر ككل<sup>2</sup>.

- **مدخل الوزن على أساس القيمة:** في ظل هذه الطريقة يعطى وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، هذا يعني أنه يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي فالمنشأة التي تتساوى القيم السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن تجزئة الأسهم لن يحدث أي خلل في كيفية حساب المؤشر.

يعاب على هذا المدخل أن التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد منه يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغيير. ولا يعتبر السعر هو المصدر الوحيد للتحيز، ذلك أن التباين قد ينشأ أيضاً عن التباين في حجم المنشأة داخل العين.

### 3- إجراءات حساب المؤشر:

في مؤشرات أوزان الأسعار تحسب قيمة المؤشر على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها، وفي عدد قليل منها يحسب على أساس المتوسط الهندسي كما يلي:

$$G = \sqrt{P_1 \times P_2 \times \dots \times P_{n-1}}$$

<sup>1</sup> افتراض أن المنشأتين ممولتين بالكامل من حقوق الملكية.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 102، 105.

## 4- وظائف المؤشرات في أسواق الأوراق المالية:

نظراً لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه<sup>1</sup>:

## - إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

إذا ما كانت التشكيلة التي اختير منها المؤشر، هي عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق فلا بد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجاباً وسلباً- بمجرد مقارنته بنسبة التغير الذي طرأ على مؤشر السوق، وذلك دون حاجة إلى قيام المستثمر بمتابعة أداء كل ورقة مالية على حدة.

## - التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل<sup>2</sup>، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار<sup>3</sup>.

## - الحكم على أداء المديرين:

وفقاً لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً، يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق، وللتحقق من نجاحه في ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعنية.

## - التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد:

القيمة السوقية للسهم تعكس الأداء المستقبلي للشركة المعنية، والمؤشر ما هو إلا ملخص لاتجاه أسعار أسهم الشركات المكونة له، وبناء عليه فإن ارتفاع قيمة المؤشر، تعني بالتبعية توقعات بأداء مستقبلي أفضل لتلك الشركات، ولما كان المؤشر هو تعبير عن السوق ككل، فإن الأداء المتميز للشركات لا بد وأن ينعكس على الأداء المستقبلي للاقتصاد ككل، شرط أن تكون عينة المؤشر ممثلة للقطاعات الاقتصادية الرئيسية. وأن تكون السوق كفاء<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2006، ص ص: 112، 113.

<sup>2</sup> - Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, in : Revue française de gestion, avril 2005, P P : 140، 145.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 247.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 252.



## - تقدير المخاطر المنتظمة للاستثمار:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لأي استثمار أو ما يطلق عليها بمخاطر السوق، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار محل الاهتمام ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة<sup>1</sup>.

## 5- بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية:

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها، نوجزها فيما يلي:

## 5-1 مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

يمكن تقسيم المؤشرات شائعة الاستخدام إلى مجموعتين رئيسيتين، وهما مؤشرات تحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم ومن أمثلتها مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم ومن أمثلتها مؤشر ستاندر آند بور 500.

## 5-1-1 مؤشر داو جونز الصناعي:

يعد مؤشر داو جونز "Dow Jones" أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 فيفري 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو "تشارلز دو"، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهما في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم سنة 1916، ليصل إلى 30 سهم سنة 1928، ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر. وتمثل تلك الأسهم (30 شركة) تتسم بارتفاع قيمتها السوقية، وبالعراقية، وبضخامة رأس المال السوقي وعدد المساهمين.

في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمرا غير مقبول، خاصة عندما تحدث تجزئة لأسهم إحدى الشركات داخل العينة التي يشتمل عليها المؤشر، أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما جديدة مقابل توزيعات، مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

وللتغلب على الخلل الناجم عن انخفاض وزن السهم الذي تم تجزئته ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم عليه Divisor جديد، ليس هو عدد الأسهم المكونة للمؤشر، بحيث يكون الناتج مساو تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل التجزئة، وهو ما يعكس بقاء حالة السوق على ما كانت عليه، وتتحدد قيمة المقسوم عليه Divisor التي تحقق هذا الشرط كما يلي<sup>2</sup>:

$$\frac{\text{(ق) قبل}}{\text{(و) قبل}} = \frac{\text{(ق) بعد}}{\text{(و) بعد}}$$

<sup>1</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 234، 233.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 260.

حيث تمثل:

ق: القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر قبل وبعد التجزئة.  
و: قيمة المقسوم عليه قبل وبعد التجزئة.

• مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average)

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث :

$DJIA_t$  = قيمة المؤشر في الفترة  $t$

$P_{it}$  = سعر السهم  $i$  في الفترة  $t$

$D_{adj}$  = القاسم المعدل في الفترة  $t$

وقد تعرض المؤشر لمجموعة من الانتقادات، نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

- **العينة ومدى تمثيلها**: كما سبق الإشارة إليه تتكون العينة التي يقوم عليها المؤشر من 30 سهم بمعدل سهم لكل منشأة، في الوقت الذي يصل فيه حجم العينة في مؤشرات أخرى إلى بضع مئات أو آلاف من الأسهم في المؤشرات الأخرى، بل وقد يقوم المؤشر على جميع الأسهم المتداولة مثل بورصة نيويورك، يضاف إلى ذلك أن مجموع القيم السوقية لأسهم المنشأة الممثلة في العينة، لا يتجاوز 23% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، وهو ما قد يعطي انطباعا بان العينة قد لا تكون ممثلة، ومن ثم لا يعد المؤشر - من الوجهة النظرية على الأقل - مقياسا جيدا لحالة السوق.

- **طريقة حساب قيمة المؤشر**: تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقا للسعر الذي يباع به، ومعنى هذا أن السهم ذا السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك على الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشرا لأهمية المنشأة أو قوتها الايرادية، إضافة إلى أن المؤشر لا يجري تعديله في حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات، إذا كانت تلك الأسهم المصدرة تقل عن 10% من مجموع أسهم المنشأة.

- **إستعاب التجزئة**: لا تقوم الطريقة التي يجري بها تعديل المؤشر لاستعاب التجزئة على أي منطوق أو إستراتيجية يمكن أن يتبعها المستثمر الذي بنى محفظته أوراقه المالية على غرار مؤشر داو جونز.

ولحسم الانتقادات هناك ثلاثة معايير على مدى ملائمة مؤشر داو جونز نذكرها فيما يلي:

- حجم معامل الارتباط.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 107، 106.

- قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى.

- درجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى.

وعليه يمكن القول بأن الانتقادات التي توجه إلى مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة كلها ذات طابع نظري، وليس لها تأثير يذكر على ارض الواقع.

### 5-1-2 مؤشر ستاندر آندبور 500:

تتكوّن العينة التي يقوم عليها " ستاندر أند بور S & P 500 " من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة ( كالكهرباء، الماء... )، 20 منشأة للنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي، وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في سوق نازداك، وقد تفرع عن هذا المؤشر أربعة مؤشرات ( مؤشر الصناعة 300 سهم، مؤشر منشآت المنافع العامة 40 سهم، مؤشر النقل 20 سهم، ومؤشر المنشآت المالية 40 سهم)، وهو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة، ويتم حساب قيمة المؤشر في يوم ما كما يلي<sup>1</sup>:

$$\text{قيمة المؤشر في يوم ما} = \frac{\text{مجموع رأس المال السوقي في ذلك اليوم للمنشأة الممثلة في المؤشر}}{\text{مجموع رأس المال السوقي يوم إنشاء المؤشر}} \times 1000$$

وعلى عكس مؤشر داو جونز، لا يتأثر " ستاندر اندر بور " بالتجزئة أو بإصدار أسهم في مقابل توزيعات طالما انه يعدل تلقائياً، ففي حالة التجزئة مثلاً يعوض انخفاض السعر زيادة في عدد الأسهم بنفس النسبة، وهو ما يعني عدم حدوث أي تغير في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

ومن أهم الانتقادات التي قدمت لمؤشر " ستاندر اندر بور"، أنه عند حساب العائد للمؤشر من هذا النوع - أي التي تقوم على مدخل القيمة- يتحيز لصالح المنشآت التي يكون سعر أسهمها أكبر، وتلك التي تتسم بضخامة الحجم.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 107، 108.

• مؤشر ستاندرد أند بور (Standard & Poor Index (500)

$$S \& P 500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

حيث :

$P_{ib}$	= قيمة المؤشر في الفترة $t$
$Q_{it}$	= عدد وحدات السهم $i$ في الفترة $t$
$Q_{ib}$	= عدد وحدات السهم $i$ في الفترة $b$
$b$	= فترة الأساس
$k$	= رقم الأساس

5-2 مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

من أشهر المؤشرات التي يكثر استخدامها في البورصة اليابانية، ما يلي<sup>1</sup>:

5-2-1 مؤشر نيكاي NIKKEI: يتكون من 225 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة بورصة طوكيو للقسم الأول، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته<sup>2</sup>، والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

5-2-2 مؤشر توبيكس TOPIX: يحتوي على كل الأوراق المالية للقسم الأول من بورصة طوكيو (حوالي 1100 ورقة مالية)، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1100 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي، حيث يستخدم المؤشران كقاعدة للمتاجرة في السوق المشتقة.

<sup>1</sup> محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها - مستقبلها، الإسكندرية، دار الوفاء، 2000، ص ص: 123، 124.

<sup>2</sup> جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 290، 291.

3-5 مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا<sup>1</sup>:

## 1-3-5 مؤشر كاك 40 cac:

يعد أكثر شهرة واستعمالا في فرنسا، بحيث يغطي 40 مؤسسة (المنتجات القاعدية، قطاع البناء، التجهيزات، سلع الاستهلاكية معمرة، سلع استهلاكية غير معمرة، مواد غذائية، الخدمات، مؤسسات مالية)، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 31 ديسمبر 1987 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك 40 cac وفق الصيغة الموالية:

$$\text{مؤشر cac40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 1000$$

والمشرفون عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت على اتجاه البورصة الفرنسية.

وهناك مؤشرات أخرى في البورصة الفرنسية نذكر منها (مؤشر CAC20، مؤشر CAC90، مؤشر CAC 100).

## 4-5 مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:

هناك مؤشران أكثر استخداماً وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

أ- المؤشر فيناشل تايمز " FTSE " financial times stock of exchange.

ب- مؤشر فيناشل لكثافة الأسهم FT-All – Share.

## 1-4-5 مؤشر فاينانشال تايمز FT-SE 100 Chare index :

يُعدُّ هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك بإسم (Foot's) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائدة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الأفعال ليوم العمل المنتهي في 30 ديسمبر 1983 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لارتجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه EPIC اختصار لمصطلح Electronic price information computer. ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقه بحاسبات آلية " TOPIC " وهي إحتصار لمصطلح Teletext out put of price

<sup>1</sup> محمد براق، سوق الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1999، ص: 179.

information by computer، ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر<sup>1</sup>.

#### 5-4-2 مؤشّر فاينانشل لكثافة الأسهم FT-All – Share:

يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن إستخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروباً في 2.

#### 5-4-3 مؤشّر الفاينانشال تايمز الـ FT 30 Chares index 30 :

يعتبر من أقدم المؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساباً منذ سنة 1935 ويضم المؤشر 30 سهماً لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة. ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزاناً متساوية، أي أنه يهمل حجم الشركات المُصدرة للأسهم المؤشر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 1998، ص: 251، 252.

<sup>2</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 251.

## المحور الثاني: الإطار المفاهيمي لبورصة البضائع.

أولا: تعريف بورصة البضائع.

ثانيا: نشأة بورصة البضائع.

ثالثا: الفرق بين بورصة السلع والأسواق التقليدية.

رابعا: أهداف ووظائف بورصة السلع.

خامسا: المتدخلون في بورصة البضائع.

سادسا: أهم بورصات البضائع الدولية.

سابعا: إدارة المخاطر في بورصة البضائع.

## المحور الثاني: الإطار المفاهيمي لبورصة البضائع.

تعتبر بورصات البضائع من أقدم البورصات في العالم، فتجارة السلع تعد من أقدم أشكال التجارة.

### أولاً: تعريف بورصة البضائع:

#### تعريف 01:

" هي سوق منظمة يجري التعامل فيها على منتجات ذات طبيعة خاصة وذات أهمية عالمية، كالقطن، السكر، البن، القمح، المطاط... الخ. وتعرف بورصة البضائع ب (البورصة التجارية)<sup>1</sup>.

#### تعريف 02:

" تعرف بالبورصة التجارية، حيث تباع فيه المواد والسلع الإستراتيجية والمنتجات الأساسية، مثل: القطن، القمح، السكر... الخ بالجملة، ويتم التعامل في هذه البورصة على أساس العينات المعروضة من المنتجات المختلفة، وقد يباع فيها المنتج عدة مرات، وفيها تتحدد الأسعار المحلية والدولية لهذه المنتجات"<sup>2</sup>.

#### تعريف 03:

" هي تلك الأسواق التي يتداول فيها بكميات كبيرة من السلع المثلية كالقطن، القمح، الحديد، النحاس... الخ، حيث يرى المشتري عينة من السلعة المتفق عليها ويدفع ثمن البضاعة على أجزاء أو يؤجل دفعه حتي التسليم أو حسب الاتفاق بين الطرفين"<sup>3</sup>.

### ثانياً: نشأة بورصة البضائع:

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق بإنشاء (collegin marcaterum) في القرن الخامس قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا، وكانت هناك أسواق العرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات شتوية إلى اليمن، وصيفية إلى الشام، كما أشار القرآن الكريم، قال تعالى: " لإيلاف قريش إلا فيهم رحلة الشتاء والصيف". (صورة قريش 1/106-2).

كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه (بازار) يعرض فيها التجار أمتعتهم ويتفقون فيها على الأسعار، أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الايطالية في

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان، 2001، ص:37.

<sup>2</sup> - حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، ط1، 2006، ص:21.

<sup>3</sup> - هارون محمد صبري: أحكام الأسواق المالية، ط1، مصر، 1999، ص:26.



الهجرة إلى بلاد الفنلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن الكبرى، ومن المراكز التجارية العالمية في ذلك الوقت هي مدينة بروج (bruge) البلجيكية العالمية في ذلك الحين، حيث أصبح هذا المكان مرغوباً في من جانب الإيطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال، ففي عام 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج، واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة 1485م أقيمت بورصة أنفوس في مدينة أنتور الفنلندية، حيث تم توسيعها في عام 1531م فاستوعبت التجار من كل صوب وحذب.

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافق ذلك من هجرة اليد العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن تمويناً منتظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فافتضى هذا وجود سوق عالمي للحاصلات الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سمو بالمضاربين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الاتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، لتنشأ البورصات في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحصولات، سميت ببورصة البضائع. فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م كما أنشأت بورصة للبضائع في أمستردام عام 1608م والتي كانت مركزاً للسوق الآجلة في البضائع<sup>1</sup>.

ومن ثم تطورت هذه الأسواق نتيجة التوسع في حجم المبادلات التجارية إثر التقدم في وسائل الإنتاج وتطور وسائل الاتصالات والمواصلات، مما أسهم في تنظيم هذه الأسواق واستقرارها وتحويلها من أسواق واقعية إلى أسواق افتراضية يتم التعاقد فيها على سلع غير موجودة في الحال مع إمكانية وسهولة تأمينها في المستقبل.

### ثالثاً: الفرق بين بورصة السلع والأسواق التقليدية.

على الرغم من أن بورصات السلع الدولية تعتبر وليدة الأسواق التقليدية، إلا أن ثمة فروق جوهرية بينهما يمكن تحديد أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:

- **وجود السلع:** تعقد الصفقات في الأسواق التقليدية على سلع موجودة فعلاً ومنظورة، في حين نجد أن التعامل في بورصات السلع يحصل بمقتضى عينة نموذجية، أو صنفاً محدداً معروفاً بمواصفاته المختلفة.
- **أنواع السلع:** تعقد الصفقات في الأسواق التقليدية على كل أنواع السلع، في حين نجد أن الصفقات لا تعقد في بورصات السلع إلا على أنواع معينة منها فقط.
- **نظام العمل:** تكون أساليب العمل في الأسواق العادية عديدة ومتنوعة وغير محددة، غير أن التعامل في بورصات السلع يخضع لنظام وقواعد وأساليب محددة يجب على جميع المتعاملين فيها الالتزام بها، لذلك سميت بالأسواق المنظمة.

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان، 2001، ص 32-33.

<sup>2</sup> - حشاشي سليمة، محاضرات في مقياس بورصة السلع، جامعة سطيف 01، 2020/2019، ص: 03.

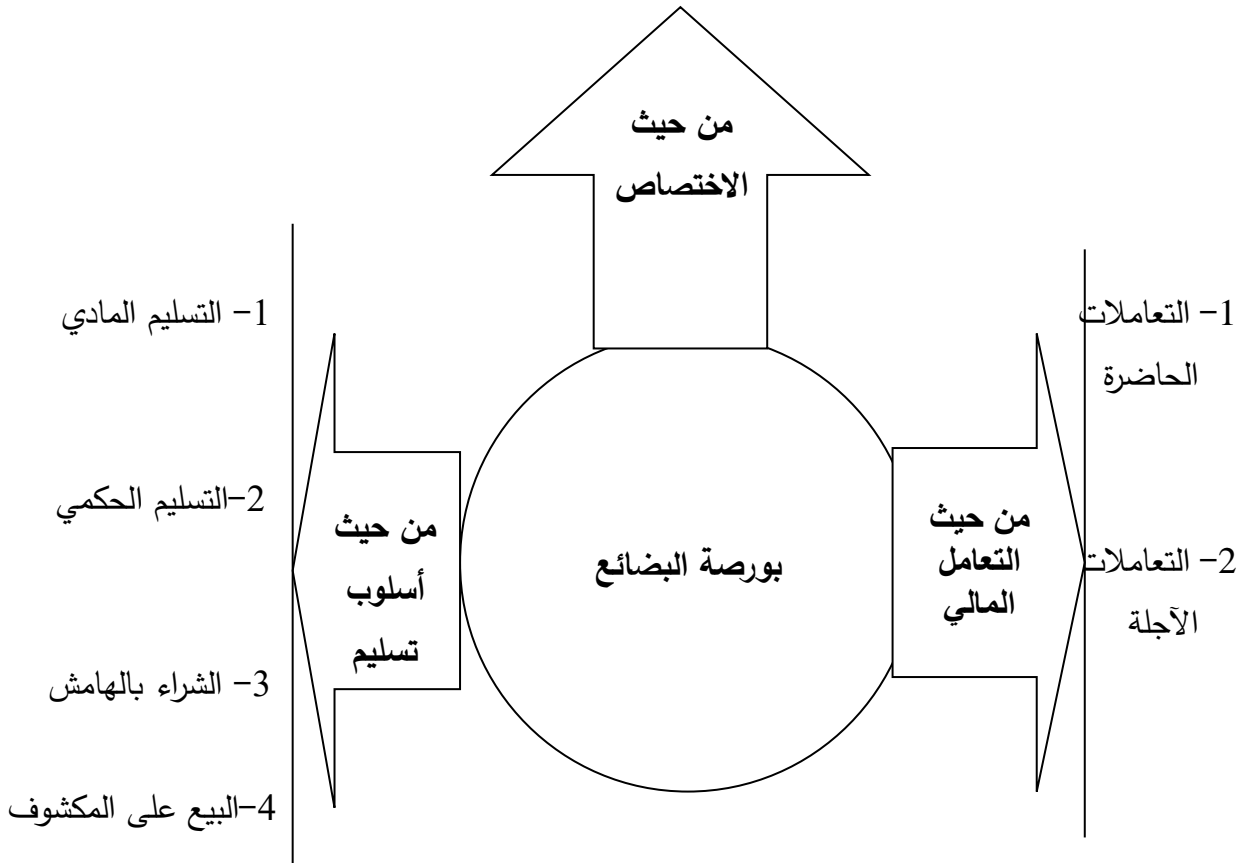
- التأثير النسبي على الأسعار: لا تؤثر معاملات الأسواق التقليدية على الأسعار بصورة كبيرة (لقلة الصفقات التي تعقد بها، كونها تشكل في مجموعها عمليات متفرقة). في حين نجد أن معاملات بورصات السلع تؤثر بدرجة كبيرة على الأسعار، لأن الصفقات التي تعقد في هذه الأسواق تكون كبيرة ومركزة ومتكررة.
- العلاقة بين البائع والمشتري: تكون هذه العلاقة مباشرة غالباً في الأسواق التقليدية، في حين نجد أنها تكون غير مباشرة في بورصات السلع، حيث تتم الصفقات عن طريق وسطاء وسماسة.

• أنواع بورصات البضائع:

نوجزها من الشكل الآتي:

الشكل رقم (02): أنواع بورصات البضائع.

- 1- بورصة المواد الطاقوية
- 2- بورصة المحاصيل الزراعية



المصدر: موسى حجاب، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، قسم العلوم التجارية، ص: 03.

رابعاً: أهداف ووظائف بورصة السلع:

- أ- أهداف بورصة السلع:

- تهدف بورصة البضائع إجمالاً إلى إيجاد بيئة مناسبة لكل المتعاملين بالسلع، نذكرها فيما يلي<sup>1</sup>:
- توفير السلع اللازمة والتمتيزه وذلك طبقاً لاحتياجات السوق.
  - تسهيل التقاء أطراف العملية التجارية مما يساعد على فتح قنوات تصدير إضافية.
  - توفير قدر كبير من البيانات التي تبين احتياجات الأسواق من السلع سواء محلياً أو عالمياً.
  - تعمل بورصة البضائع على تمكين المتعاملين فيها من القيام بإجراءات التعاقدات المستقبلية، إضافة إلى الصفقات الآتية (الفورية) وذلك على المستوى المحلي والعالمي.
  - جعل أسعار السلع الأساسية أكثر استقراراً.
- ب- الوظائف الأساسية لبورصة البضائع:**
- تقوم بورصة البضائع بأربعة وظائف هي<sup>2</sup>:
- شفافية الأسعار: إذ يحق لكل متعامل معرفة السعر المرجعي المحايد والعاقل.
  - اكتشاف السعر: حيث يعكس العرض والطلب بسهولة التغيرات في مستويات الأسعار.
  - خفض تكاليف المعاملات: حيث يصبح من السهل إيجاد مشتريين أو بائعين، وذلك من خلال العرض في ساحة سوق مركزي.
  - نقل المخاطر: وذلك بإتاحتها استخدام عقود تسليم آجلة.

### خامساً: المتدخلون في بورصة البضائع:

يقصد بالمتدخلون في بورصة البضائع المتعاملون فيها من وسطاء وعارضين وطالبيين للسلع الدولية والهيئات الخارجية التي يكون ضروريا وجودها ل يتم التعامل في بورصة البضائع بسلاسة. تقسمهم كما يلي<sup>3</sup>:

#### 1- الأعضاء الأساسيون:

- وهم المتعاملون الرئيسيون في بورصة البضائع، الذين تحصلوا على العضوية فيها، وهي تضم شركات التصدير والإسترداد، والتي غالباً ما تكون دولية أو متعددة الجنسيات وتمتاز بضخامة الإنتاج أو الطلب على السلع الدولية، إضافة إلى السماسرة، وهم البنوك التجارية ومؤسسات الوساطة المالية المتخصصة في الوساطة داخل البورصة أو صناديق الثروة السيادية، وهي كيانات استثمارية ضخمة تقوم بإعادة تدوير الفوائض المالية لدولها، إضافة إلى الأفراد وهم وسطاء الصالة، هؤلاء الأعضاء الأساسيون، تقوم البورصة بمنحهم العضوية على النحو الآتي:
- تمنح العضوية مقابل رسوم اعتماد من هيئة الإدراج والاعتماد في البورصة، وتكون هاته الرسوم حسب حجم المعاملات ورقم الأعمال للجهة التي طلبت العضوية.

1 - موسى حجاب، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

2 - حشاشي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

3 - محمد هاني، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة العقيد محند أكلي، البويرة، 2021/2020، ص: 22-24.

- تشترط البورصة في كل دولة وجود حد أدنى لرأس المال لا يقل عنه، يثبتته بوثائق قانونية صادرة عن الجهات المختصة في كل دولة ، تختلف شروط رأس المال وحدوده، حسب حجم المعاملات وطبيعتها إن كانت استيراد أو تصدير ، أو وساطة لشركات وبنوك تجارية أو لأفراد، هذه الاختلافات تحددها كل بورصة حسب ما تراه ضروريا.
  - يتم فتح حسابات جارية للتعامل تكون كضمان لكل من يطلب العضوية في بورصة البضائع.
  - تخصص البورصة مكان محدد للعضو أو ممثله داخل البورصة تسمى بمحطة المتاجرة، كما تحدد للوسطاء مكان محدد يسمى مكاتب السمسة.
  - يحق لهم حضور الجمعيات العامة للبورصة، ويحق لهم الترشح لعضوية مجلس الإدارة والتوصيات... الخ.
  - يشترط في كل عضو أساسي في بورصة البضائع أن يكون لديه انخراط في أنظمة المقاصة المالية الدولية.
- 2- الأعضاء المساعدون :

وهم المتعاملون غير الأساسيون أو من ليس لهم حق التعامل المباشر داخل بورصة البضائع، يتعاملون من خلال الوسطاء فقط، إلا انه تمنح لهم امتيازات مثل تخفيض الهوامش على التعاملات وسهولة الوصول للإقراض والاقتراض.

3- السماسرة :

وهم الأفراد المنخرطون داخل بورصة البضائع، يسمون بالوسيط ذو النشاط المحدود، يقتصر عملهم على تنفيذ المعاملات لصالح الغير فقط، وليس لهم حق منح الاستشارة أو بيع المعلومة والمتاجرة، يتلقون عمولة مقابل وساطتهم بصفقتهم وكلاء فقط.

#### 4- بيوت التسوية:

تمثل مؤسسة الضمان داخل البورصة، وهي عبارة عن صناديق مالية داخل البورصة، تمول من اشتراكات المتعاملين وجزء من رسوم العضوية، مهمتها متابعة الصفقات من حيث الجودة والتنفيذ وحمايتها من التلاعبات، كما تقتضي وظيفتها الدفع عند إخلال أحد الطرفين بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.

#### سادسا: أهم بورصات البضائع الدولية:

كثيرة هي بورصات البضائع في العالم في لندن نيويورك شيكاغو الهند في العديد من دول العالم تتخصص إما بالسلع المنتجة محليا لتدعم أنماط التجارة التجزئة أو الجملة أو الأنشطة الزراعية أو الصناعية، نوجزها من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (5): أهم بourses البضائع العالمية.

البورصة	سنة التأسيس	التعريف:
بورصة نيويورك	1872	من بين أكبر البourses العالمية للسلع الآجلة في العالم، متخصصة في المعادن والمنتجات البترولية، يتم تداول العقود المستقبلية وعقود الخيار خلال قسمين : قسم naymex: البلاتين، البلاديوم، المواد الطاقوية قسم comex: الذهب، الفضة، النحاس.
بورصة شيكاغو CME	1898	يتم تداول السلع الأساسية في هذه البورصة وأكبر بيت مقاصة للعمليات المستقبلية في العالم، يتم التداول إما في ساحة البورصة GLOBEX أو من خلال التداول الإلكتروني أو ما يسمى نظام للتداول الإلكتروني.
مجلس شيكاغو للتجارة CBOT	1848	هو من أهم الأسواق العالمية للعقود المستقبلية وعقود الخيار.
المالية لندن بورصة المستقبلية LIFFE	1801	هي أكبر بورصة أوربية مستقبلية للمشتقات وتعتبر أكبر بورصة مستقبلية لتداول عقود فائدة عملة اليورو وذات الأجل القصير وعقود خيار الأسهم.
بورصة لندن للمعادن LME	1877	مقرها المملكة المتحدة، يتداول فيها العقود الآجلة والخيارات لمجموعة

<p>واسعة من المعادن الأساسية والمنتجات السلعية الأخرى مثل : الألمنيوم النحاس الرصاص الزنك النيكل، ويعتبر سعرها اليومي هو أساس تسعير كافة المنتجات في العالم.</p>		
<p>توجد بها ثلاث منتجات بترولية : خام برنت جازويل والغاز الطبيعي، وتعتبر كمرجع سعري عالمي ل 65 % من التجارة العالمية.</p>		<p>بورصة البترول الدولي <b>IBI</b></p>
<p>تقع بالهند وبالتحديد في " بومباي " وهي واحدة من أفضل عشرة أسواق للسلع في العالم يتم التعامل بالمنتجات السلعية في الاقتصاد الهندي : الفلفل نواة الكاجو البازلاء الصفراء.</p>	<p><b>2003</b></p>	<p>بورصة السلع المتعددة <b>MCX</b></p>

المصدر: حمزة بن الحسين عمر الشريف 2008 ، البورصات العالمية، ندوة البركة التاسعة والعشرون للاقتصاد العالمي، جدة-المملكة العربية السعودية.

## سابعا: إدارة المخاطر في بورصة البضائع:

### 1- تعريف المخاطر:

تعرف كلمة خطر على أنها إمكانية حدوث شيء خطير أو غير مرغوب فيه، وهي في نفس الوقت الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة. وهناك من عرفه بأنه " الخسارة المادية المحتملة على الثروة أو الدخل نتيجة وقوع حادث معين"<sup>1</sup>. وعلى العموم يعتبر كل حدث مستقبلي يهدد إدارة المؤسسة في تحقيق أهدافها خطرا تتجر عنه لا ربحية للأصول المستثمرة، فالأصول المعنوية من موارد بشرية تزيد تكلفتها بالإضافة إلى احتمال نقص كفاء ا في أداء مهامها، دون أن ننسى تأثر سمعة المؤسسة جراء آثار هذا الخطر، أما ما يتعلق بالأصول المادية فقد يؤدي الخطر إلى فقدان المؤسسة لممتلكاتها مما يؤثر سلبا على دخل المؤسسة.

<sup>1</sup> - إبراهيم علي إبراهيم عبد ربه، مبادئ التأمين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 05.

وتجدر الإشارة إلى أن المخاطرة مصطلح مرتبط بالخطر فهو يعبر عن ذلك المقياس لدرجة الخطورة والتي تحكمه مجموعة من البديهيات:

- لا توجد أنشطة بدون مخاطرة، فالخطر مصاحب لحياة الإنسان.
- المخاطرة جزء لا يتجزأ من عملية صنع القرار .
- بعض المخاطر قد تختفي ولكن ما تلبث أن تظهر مخاطر أخرى وعليه فالمخاطرة مسؤولية الجميع في المؤسسة.
- يشير الخطر إلى عدم التأكد بشأن عوائد استثمار ما في فترة زمنية معينة، وهو يعبر عن شيئين رئيسيين هما:
- \* عدم التأكد على وجه الدقة بقيمة العوائد التي يتم الحصول عليها نتيجة الاستثمار في أصل ما ومدى كفاية تلك العوائد لاتخاذ قرار بشأن قبول أو رفض الاستثمار في أصل ما من الأصول سواء المالية أو العينية.
- \* عدم التأكد على وجه الدقة بشأن الانتظام في الحصول على تلك العوائد حال اتخاذ القرار بالاستثمار في الأصل المالي.

كما تعرف المخاطرة بأنها درجة التقلبات التي تحدث في العائد المتوقع، أو احتمال انحراف العائد الفعلي للاستثمار عن العائد المتوقع أي<sup>1</sup>:

$$\text{الانحراف} = \text{العائد الفعلي} - \text{العائد المتوقع}$$

وهو ما يقودنا إلى التعرض إلى مختلف أنواع العائد، التي تتمثل في:

أ- **العائد الفعلي**: يعكس النسبة المئوية للتغيير في ثروة المستثمرين في نهاية المدة عن بدايتها، فهو يمثل العائد الذي

يحصل عليه المستثمر فعلا عند الاستثمار، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي أو العائد المتوقع، ويحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$R_j = \frac{C_t + p_t + p_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث أن:

R<sub>j</sub>: هو العائد المتحقق.

C<sub>t</sub>: التدفق النقدي الناجم عن الاستثمار.

P<sub>t</sub>: القيمة الحالية.

P<sub>t-1</sub>: القيمة السابقة.

ب- **العائد المتوقع**: هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا، فهو عائد متنبأ به غير مؤكد أو أنه يمثل أفضل تقدير لما سيكون عليه العائد الفعلي في المستقبل، ويمكن استعمال البيانات التاريخية المتعلقة بمعدل العائد المتحقق للتنبؤ بما سيكون عليه مستقبلا، ويحسب بالعلاقة الرياضية التالي:

$$E(R_i) = \sum P_i \times R_i$$

<sup>1</sup> - أسامة عزمي سلام، موسى شقيري نوري ، إدارة الخطر والتأمين، دار الحامد، عمان، الأردن، ط1، 2007، ص: 22.

حيث أن:

$E(R_i)$ : معدل العائد المتوقع (مرجح) للاستثمار.

$P_i$ : القيمة الممكنة في ظل الاحتمال.

$R_i$ : احتمال حدوث القيم الممكنة للعائد.

ج-العائد المطلوب: هو العائد الذي يرغب المستثمر الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، وسوف يقبل المستثمر في الاستثمار بوع من أنواع الاستثمار المقترحة أمامه إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر في هذه الحالة يرفضه، ويكون هذا العائد دائماً مرتبطاً بالعائد الخالي من المخاطر وهو عائد السندات الحكومية بحيث يجب أن يكون العائد المطلوب أكبر دائماً من العائد الخالي من المخاطر، ويمكن أن تضاف للعائد الخالي من المخاطر كل من نسبة التضخم وعلاوة المخاطر حيث:

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطر + نسبة التضخم + علاوة المخاطر

وعلاوة المخاطر هي النسبة التي يطلبها المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها في عملية الاستثمار، ويمكن اعتبارها أنها العائد الذي يحصل عليه المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها باستثماره ذلك.

## 2-أنواع المخاطر:

يمكن تقسيم المخاطر المالية إلى عدت أنواع كما يلي<sup>1</sup>:

### 1-2 تقسيم المخاطر حسب طبيعة الخسارة:

نجد فيها نوعان هما:

أ- مخاطر الأعمال: تنتج مخاطر الأعمال من طبيعة أعمال المؤسسة وتصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق.

ب-المخاطر المالية: مصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر عادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية)، حيث أن المؤسسة تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجاري.

### 2-2 تقسيم المخاطر المالية حسب طبيعتها:

نميز فيها نوعان هما:

أ- المخاطر الديناميكية: يقصد بالمخاطر الديناميكية تلك المخاطر الناشئة من حدوث تغيرات في الاقتصاد وتنشأ

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، كلية التجارة، عين شمس، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص ص: 19-20.



من مجموعتين من العوامل ، المجموعة الأولى عبارة عن عوامل البيئة الخارجية كالاقتصاد، الصناعة، المنافسون والمستهلكون، والتغيرات التي تصيب هذه العوامل لا يكون بالإمكان السيطرة عليها ، ولكنها قادرة على إحداث خسارة مالية للمؤسسة، أما العوامل الأخرى التي يمكن أن تحدث الخسائر التي تشكل خسارة فهي قرارات الإدارة داخل المؤسسة مثل القرارات المتعلقة بشأن ما تنتجه وكيف تنتجه وكيف تمول الإنتاج وكيف تسوق ما تنتج، والمخاطر الديناميكية تفيد في العادة المجتمع في المدى الطويل نتيجة لتعديلات وتسيويات لتصحيح إساءة تخصيص الموارد، ورغم أن هذه المخاطر الديناميكية قد تؤثر في عدد كبير من المؤسسات ، إلا أنها تعتبر عموماً أقل قابلية للتنبؤ من المخاطر الإستاتيكية، طالما أنها لا تحدث بدرجة من لا انتظام.

**ب- المخاطر الاستاتيكية:** تتضمن المخاطر الاستاتيكية الخسائر التي ستحدث حتى لو لم يحدث تغيرات في الاقتصاد، وتتسبب هذه الخسائر بسبب من أسباب مثل: أخطار الطبيعة وتتضمن الخسائر الاستاتيكية إما تدمير الأصل أو

حدوث تغيير في ملكيته (أو حيازته) نتيجة لعدم النزاهة أو الإخفاق الإنساني وتميل الخسائر الاستاتيكية للحدوث بدرجة من الانتظام بمرور الوقت، و نتيجة لذلك تكون قابلة للتنبؤ بوجه عام، ولأنها قابلة للتنبؤ تصلح المخاطر الاستاتيكية أكثر للمعالجة بواسطة التأمين من المخاطر الديناميكية.

## 2-3 تقسيم المخاطر المالية حسب المصدر:

يمكن تقسيم المخاطرة المالية إلى الأنواع المالية:

- **مخاطر الائتمان:** تتعلق بإمكانية فشل المقترض أو عدم قدرته على السداد.
- **مخاطر السيولة:** تعني عدم القدرة على مواجهة الالتزامات الخاصة بالمعاملات البنكية في الوقت المحدد لها.
- **مخاطر الأعمال:** تتمثل في المنافسة أو التقادم.
- **مخاطر سلعية:** تنتج عن تذبذب أسعار السلع وما يرافقه من تغير في التدفقات النقدية.
- **مخاطر التشغيل:** تنتج عن عدم أداء الوظائف حسب قواعدها.
- **مخاطر السمعة:** تتعلق بجودة الخدمات والمنتجات التي تقدمها المؤسسة مقارنة بمنافسيها.

## 3- إدارة المخاطر:

### 3-1 تعريف إدارة المخاطر المالية:

تعرف إدارة المخاطر على أنها مدخل علمي للتعامل مع المخاطر بتحديد الخسائر المحتملة وتصميم وتطبيق الإجراءات التي تقلل حصول الخسارة أو التأثير المالي للخسائر التي يمكن أن تحدث.

كما يمكن تعريف إدارة المخاطر على أنها نظام متكامل وشامل لتهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع ودراسة المخاطر المحتملة وتحديدها وقياسها ،وتحديد مقدار آثارها المحتملة، ووضع الخطط المناسبة لما يلزم وما

يمكن القيام به لتجنب هذه المخاطر أو لكبحها والسيطرة عليها وضبطها للتخفيف من آثارها إن لم يمكن القضاء على مصادرها<sup>1</sup>.

### 3-2 أساليب إدارة المخاطر المالية:

هناك مجموعة من الأساليب أو الطرق المستعملة في عملية إدارة المخاطر ويمكن إجمالها في النقاط التالية<sup>2</sup>:

#### أ- الأساليب التقليدية لإدارة المخاطر المالية:

##### - تحاشي أو تفادي المخاطرة:

يرفض الفرد أو المؤسسة أحيانا قبول خطر معين، وينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة، ومن أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.

ورغم أن تجنب الخطر يقلل من احتمال وقوع الخطر إلى الصفر إلا أنه قد يحرم المجتمع من إنتاج سلع أو تقديم خدمات معينة لتجنب المسؤولية المهنية أو الخوف من الخسارة، كما أن تجنب الخطر هو أحد أساليب مواجهة الخطر إلا أنه يعد أسلوبا سلبيا وليس إيجابيا في التعامل مع الأخطار، ولأن التقدم الشخصي والاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية فإن هذا الأسلوب يعد أسلوبا غير مناسب في التعامل مع كثير من الأخطار.

##### - الاحتفاظ بالمخاطرة (القبول):

تعترف أحيانا بتحمل الخطر، وبموجبها فإن الشركة تتحمل النتائج المالية المباشرة للخسائر التي تتعرض لها، أما مصدر تمويل الخسائر فإنه قد يكون من الموارد الداخلية للشركة أو عن طريق تسهيلات ائتمانية من البنوك.

##### - تقليل المخاطرة (الوقاية والمنع):

يقصد بها اتخاذ جميع الإجراءات الممكنة لمنع أو تقليل فرص تحقق مسببات الخطر والحد من تأثيرها في حالة تحققها وذلك باستخدام مختلف الأساليب العلمية والتكنولوجية والوسائل الفنية التي من شأنها تقليل فرص حدوث ظاهرة الخطر والتقليل من حجم الخسارة المتوقعة الناشئة عن حدوث تلك الظاهرة.

##### - التجزئة والتنوع:

أي أن يتم تجزئة الشيء المعرض للخطر بشكل يضمن عدم تعرض جميع الأجزاء في وقت واحد للخطر، ويشترط لتطبيق هذه السياسة شرط فني وهو إمكانية تجزئة الشيء المعرض للخطر، وشرط مالي وهو وجود رأسمال كافي يمكن أن يحقق به التنوع في مجالات مختلفة، وتتمثل تكاليف هذه السياسة في تكاليف التجزئة والتنوع وتكاليف المتابعة والإدارة، ومن الأمثلة العملية على هذه السياسة نجد:

- القيام بتوزيع الشيء موضوع الخطر إلى عدة أماكن متباعدة جغرافيا.

<sup>1</sup> - شوقي سيف النصر السيد، الأصول العلمية والعملية للخطر والتأمين، الأردن، 1999، ص: 32.

<sup>2</sup> - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص: 19-20.

- قيام صاحب رأس المال بتنويع استثماراته وتوزيعها على عدة مجالات بدلا من استثمار كامل رأس المال في مجال استثماري واحد.

- قيام أمين المخزن بتوزيع المخزون على عدة مخازن.

- تحويل المخاطرة (النقل):

تعني هذه السياسة أن يتفق طرف معرض للخطر مع طرف آخر لديه القدرة والاستعداد على درء هذا الخطر ودفعه عنه نظير مقابل معين متفق عليه يدفعه الطرف الأول للطرف الثاني.

**ب- الأساليب الحديثة في إدارة المخاطر المالية:**

لقد أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في الأسعار والتضخم وأسعار الصرف، تطلب البحث عن منتجات مالية لإدارة مخاطر تقلبات هذه الأسعار، حيث تقدم الهندسة المالية هذه المنتجات التي نذكر منها أداتين من بين أهم أدوات أو منتجات الهندسة المالية، هما: التوريق، والمشتقات المالية.

- **التوريق:** هو التقنية التي يتم بموجبها تحويل أصول مالية وغير مالية مثل القروض والأصول الأخرى غير السائلة إلى أوراق مالية (سندات) قابلة للتداول في سوق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين.

- **المشتقات المالية:** تعتبر المشتقات المالية أداة هامة من أدوات إدارة المخاطر (التحوط) حيث تستخدم لنقل المخاطر من الشركات والمؤسسات الإنتاجية والتي لا ترغب بتحمل المخاطر إلى الوحدات القادرة على تحمل المخاطر والتي ترغب بذلك كالمؤسسات المالية وبيوت السمسرة دون أن يترافق ذلك بنقل ملكية الأصل، وبذلك تكون المشتقات قد ساهمت في رفع إنتاجية هذه الوحدات التي لا ترغب بتحمل المخاطر<sup>1</sup>.

كما أن المشتقات المالية تشجع الكثير من المستثمرين على التعامل بها، فهي توفر لهم فرصاً كبيرة لجني الأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي والذي يتحقق باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش، كما يفيد أسلوب التغطية بواسطة المشتقات الحد من مخاطر الإفلاس. فمثلاً لو كان مصرف تجاري يقدم قروضاً متوسطة أو طويلة الأجل بأسعار فائدة ثابتة، في الوقت الذي تتغير فيه أسعار الفائدة على الودائع، يمكنه أن يتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع إلى مستوى قد يفوق سعر الفائدة على القروض. ويتم ذلك من خلال اللجوء إلى المقايضات لأسعار الفائدة الثابتة بسعر فائدة متغير.

وأخيراً يمكن استخدام المشتقات المالية في أمور أخرى منها:

- أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة: تقوم المشتقات المالية بتزويد المتعاملين بها بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

<sup>1</sup> - أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مصر، الدار الجامعية، 2003، ص: 211.

- تخطيط التدفقات النقدية عند العمل في ظروف التأكد التام.
- تأمين أفضل الفرص للمضاربة.
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
- السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
- استخدام المشتقات بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة.
- تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر جذب لرؤوس الأموال الأجنبية.

#### 4- المضاربة في بورصة البضائع:

المضاربة هي شراء أصل (سلعة أو أسهم أو عملة) على أمل أن يصبح أكثر قيمة في المستقبل القريب. في مجال المالية، تمثل المضاربة أيضًا الدخول في معاملات مالية محفوفة بالمخاطر في محاولة لتحقيق الربح من التقلبات قصيرة الأجل في القيمة السوقية لأداة مالية قابلة للتداول - بدلاً من محاولة الاستفادة من السمات المالية الأساسية المتضمنة في الأداة مثل مكاسب رأس المال، أرباح الأسهم، أو الفائدة<sup>1</sup>. في عالم السلع، المضارب هو طرف لا يتعامل مع السلعة المادية الفعلية ولكنه يأخذ مركزًا ماليًا (طويلاً أو قصيرًا) مع توقع ربح من حركة في أسعار السلع. وبعد تحديد مجموعة السلع التي سيتعامل فيها المضارب يقوم بإجراء التحليل اللازم للتنبؤ بسعر السلعة في المستقبل، وفي هذا الصدد يوجد نوعان من التحليل: التحليل الأساسي، والتحليل الفني.

#### أ- التحليل الأساسي:

يعنى التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة، سواءً تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المؤسسة ذاتها؛ كل ذلك بهدف الكشف عن معلوماتٍ قد تفيد في التنبؤ بمستوى الأداء المستقبلي للمؤسسة<sup>2</sup>، والذي يمكن أن ينعكس على الربحية المستقبلية، وحجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، باعتبارهما (أي الربحية والمخاطر) المُحدِّدان الرئيسيان للقيمة السوقية للسهم.

يميل الكثير من المحللين إلى أن يبدأ التحليل الأساسي في الظروف الاقتصادية العامة، وينتهي بتحليل ظروف المؤسسة ذاتها، وهو ما يُطلق عليه بمدخل التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل. وفي المرحلة الأولى، أي مرحلة تحليل الظروف الاقتصادية، يكون الهدف هو التعرف على تغيُّرات السوق المالية، ويتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة؛ إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يُحتمل أن تسود في المستقبل، أو بسبب التطور التكنولوجي أو التغير الاجتماعي، أو بسبب أي متغيرٍ آخر يُحتمل أن يكون له تأثيرٌ على الصناعة، وفي الأخير يتم التحليل على مستوى المؤسسة، ويكون الهدف معرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعات الواعدة التي يوصي المُحلِّل بالاستثمار في أوراقها المالية.

<sup>1</sup> - Yves simon, **Bourses de commerce et marchés à terme de marchandise**, 2 eme editions, Dalloz Gestion ? paris, 1981,p ; 33.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، مرجع سبق ذكره، ص ص: 101، 102.

وفي المقابل هناك مدخلٌ بديل تكون نقطة البداية فيه تحليل ظروف المؤسسة الفردية، يتبعه تحليل القطاع أو الصناعة الذي تتبَّعه المؤسسة؛ وبذلك تكون المحطة الأخيرة هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلِّها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها، يُعرَف بمدخل التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى، وإن كان لكل مدخلٍ سماته المميِّزة، فإن الواقع العملي يشير إلى أن كلا منهما مكملٌ للآخر<sup>1</sup>.

### ب- التحليل الفني:

ينصرف اهتمام التحليل الفني بتتبُّع حركة أسعار الأسهم في الماضي؛ على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، والتي يمكن من خلالها تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري. فحركة الأسعار في الماضي - وفقاً لهذا المدخل - تُعدُّ مؤشراً يُعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل<sup>2</sup>.

### \* فلسفة التحليل الفني:

في دراسةٍ شاملة قدَّم روبرت ليفي سنة 1966 ملخصاً للفلسفة والتحليل التي يقوم عليها التحليل الفني، نذكرها فيما يلي<sup>3</sup>:

- أن القيمة السوقية للسهم تتحدَّد على أساس قوى العرض والطلب.
- أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعدِّدة بعضها رشيدٌ، والبعض الآخر غير رشيد.
- يعطي السوق - ألياً وبصفةٍ مستمرة - وزناً لكل متغيِّرٍ من المتغيِّرات التي تحكم العرض والطلب.
- أنه باستثناء التقلُّبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقتٍ لآخر، فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاهٍ معين، وتستمر في ذلك لفترةٍ طويلة من الزمن.
- إن التغيُّر في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى التغيُّر في العلاقة بين العرض والطلب.

على هذا الأساس، يقوم المحلِّل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق؛ بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة مالية معينة ومؤشِّراتٍ سوقية أخرى مثل حجم الأسهم المباعة؛ وكما يبدو فإن التحليل الفني يبتعد كثيراً عن الفكر الذي يقوم عليه التحليل الأساسي؛ فهو لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق الذي هو الدعامة الأساسية التي ترتكز عليها أسواق رأس المال.

تهتمُّ الأساليب الفنية لتحديد الاتجاهات بالمتوسطات المتحركة، ومعدلات التغير، وخطوط الاتجاه، والنماذج السعرية،... الخ، ويلي ذلك توضيح المؤشِّرات المختلفة التي يمكن تجميعها لتكوين صورةٍ عن نوع التطوُّر الذي سيلحق بالسوق<sup>4</sup>. فدراسة السوق هي الركن المهم للتحليل الفني؛ فتحليل الاتجاهات السعرية الرئيسية يسبقها على

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 121، 123.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي و إبراهيم سلطان، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص: 141.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص: 421، 425.

<sup>4</sup> - عبد المجيد المهلمي، أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار،

القاهرة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، 2004، ص: 47.

- الدوام قوة خفية في هيكل السوق، ولذلك يجب تحليل طبيعة السوق، وذلك من خلال تحليل اتجاهات المستثمرين والتي تعتبر المسؤولة عن تحركات الأسعار. ويتم ذلك من خلال أربعة جوانب أساسية هي<sup>1</sup>:
- **السعر**: تعكس التغيرات في أسعار الأسهم التغيرات في موقف المستثمر، أما مؤشر السعر فإنه يبين مستوى هذا التغير.
  - **الزمن**: وهو البعد الثاني فيقيس كل من التغيرات الدورية المتكررة في سيكولوجية المستثمر ومداهها. فالتغيرات الدورية في ثقة المستثمر تمر بدورات واضحة بعضها طويل الأجل وبعضها قصير الأجل وذلك لأن المستثمرين يتأرجحون بين التفاؤل الزائد عن الحد إلى التشاؤم الزائد عن الحد. ويكون مستوى تحرك السعر في السوق عادة بفعل عنصر الزمن، فكلما طال الزمن الذي يستغرقه المستثمرون في الانتقال من صعود بالغ في أسعار الأسهم إلى نقيضه من هبوط مبالغ، كلما زاد الاحتمال في التغير السعري.
  - **الحجم**: يعكس الحجم كثافة التغيرات في مواقف المستثمرين، فعلى سبيل المثال فإن ارتفاع أسعار الأسهم في ظل انخفاض حجم التداول لا يتساوى في القوة مع ارتفاع أسعار الأسهم المصحوبة بحجم تداول مرتفع.
  - **الاتساع**: وهو يقيس مدى الانفعال وهي مسألة هامة طالما أن أسعار الأسهم تتحرك لأعلى على جبهة عريضة، فإن الاتجاه العام يتوزع بين أغلب الأسهم والصناعات، موضحا بذلك انتعاشا اقتصاديا بوجه عام، ومن جانب آخر عندما يضيق الاهتمام ويقتصر على عدد قليل من الأسهم منخفضة المستوى، فإن هذا معناه أن نوعية الاتجاه قد اضمحلت، ويكون استمرار الصعود في أسعار الأسهم بالبورصة مشكوك فيه إلى حد كبير.
- لكن الاعتراض الأساسي على فلسفة التحليل الفني فتتعلق بمدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير. فالاعتقاد في أن اتجاه معين في الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن، يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تحدث تغيرا في العلاقة بين العرض والطلب، لا تأتي للسوق في لحظة معينة ولكنها تأتي إليه عبر فترة زمنية، وهذا راجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة، ويجرون عليها التحليل ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين.
- ومن أهم النظريات المشهورة للتحليل الفني **نظرية دو Dow theory**<sup>2</sup>، وهي تنسب إلى تشارلز دو الذي يُنسب له أيضا مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة، أما سمعة وشهرة النظرية فإنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات والتي نجم عنها الكساد الكبير.

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 2002، ص: 164، 165.

<sup>2</sup> - "يعد" تشارلز داو "مؤسس مجلة" وال ستريت (Wall street journal) بالاشتراك مع "إيدي جونز"، كما نشر في 03 جويلية 1884 أول مؤشر لحركة الأسعار والذي يعد صورة أولى لأشهر مؤشر في أسواق المال "مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average) (DJIA) الذي يعد أبسط أداة لقياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية، حيث يعكس صورة واضحة أمام المستثمر العادي عما يحدث في السوق.

تشير النظرية إلى وجود ثلاث حركاتٍ سعريةٍ لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم لآخر، ويطلق عليها بالتقلبات اليومية<sup>1</sup>، والثانية تغيرات سعرية متوسطة يطلق عليها الحركات السعرية الثانوية يتراوح حدوثها ما بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر. ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضعة شهور حتى يحدث تغير ثانوي آخر. وأخيرا التغيرات السعرية التي تُمثّل الواحد منها جميعا لأثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد، ويطلق على هذا النوع بالاتجاه الأساسي أو الجوهري، كما يطلق عليه بالسوق الصعودي أو السوق النزولي حسب اتجاه الأسعار.

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار الميسرة، عمان، 1999، ص ص: 241، 242.

المحور الثالث: السلع الأساسية.

أولاً: مفهوم السلع الأساسية.

ثانياً: الغرض من التعامل بالبضائع الدولية.

ثالثاً: مواصفات السلع الأساسية.

رابعاً: الفرق بين السلع الأساسية والبيوع الدولية.

خامساً: التعاقد على السلع الدولية.



### المحور الثالث: السلع الأساسية

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

#### أولاً: مفهوم السلع الأساسية:

##### التعريف الأول:

" السلع الأساسية هي سلع ذات خصائص محددة يتم التعامل عليها بيعة وشراء بصورة معينة في بورصات السلع الدولية، وتحت إشراف إدارة البورصة، والإشراف الحكومي على البورصة باستخدام عقود نمطية ( نموذجية)، وإجراءات متعارف عليها دولياً"<sup>1</sup>.

##### التعريف الثاني:

" هي تلك السلع ذات الطلب العالمي الكبير والمستمر، والتي تتصف بالنمطية في عقودها، والتماثل في وحداتها"<sup>2</sup>.

#### ثانياً: الغرض من التعامل بالبضائع الدولية:

تختلف أغراض المتعاملين في بورصة البضائع من متعامل لآخر، كل حسب أهدافه. وعليه فإننا نورد الغرض من التعامل بالسلع الدولية على النحو الآتي<sup>3</sup>:

- المضاربة: تعني المضاربة الشراء عندما تكون الأسعار متدنية، والبيع عندما ترتفع، وعليه فالمضاربة على السلع الدولية يكون بغرض الاستفادة من فروقات الأسعار، وعادة ما ترفع هاته العملية أسعار السلع الدولية لأكثر من سعرها الحقيقي، وهو ما يكون له انعكاس سلبي على تكلفة الإنتاج فيما بعد، خاصة إذا كانت في السلع الغذائية واسعة الاستهلاك.
- التجارة: وتكون بغرض استخدام السلعة الدولية في بلده الأصلي بإعادة بيعها كتاجر، أو لاستخدامها في العملية الإنتاجية.
- التحوط: يقصد بالتحوط العمل على تقادي الخسائر في المستقبل، نتيجة توقع حدث معاكس قد يحقق خسارة، وعليه يلجأ المضاربون في البورصة إلى إبرام عقد، ثم مباشرة يتم إبرام عقد مماثل عكسي له، فلما يأتي وقت التصفية يجد نفسه وقد احتاط للخسارة مسبقاً.

<sup>1</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمار: الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط 3، 2006، ص: 86.

<sup>2</sup> - محمد هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

<sup>3</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 84، 85.

### ثالثا: مواصفات السلع الأساسية:

من جملة الشروط الواجب توفرها في سلعة معينة حتى نقول أنها سلعة أساسية ما يلي:

الجدول رقم(6): مواصفات السلع الدولية.

مضمونه	شرط السلعة الدولية
ويعني هذا أن تكون السلعة من المثيلات في البورصة، ما يحقق الحضور المتمثل للبضاعة في الوزن والكيل، مما يسمح لها بأن تحل أي كمية منها مكان الأخرى.	1- تجانس وحدات السلعة:
وذلك بأن تكون السلعة قابلة للتصنيف أو التمييز في درجات من حيث الجودة والمواصفات، وذلك حتى يتم التعامل على هذه السلعة في شكل عقود نمطية متماثلة.	2- القابلية للترتيب ( التمييز):
من خلال كبر حجم التعاملات من حيث العرض والطلب، مما يضمن سيولة البورصة من السلع.	3- كبر حجم التعامل:
وذلك حتى يمكن تخزين السلعة لمدة أطول دون تلفها.	4- غير قابلة للتلف السريع:
أي في شكلها الخام، أو النصف مصنع.	5- أن تكون في صورتها الأولية:

المصدر: محمد مطر: مرجع سبق ذكره، ص ص: 84، 85.

وقد كانت أسواق السلع قديما قاصرة على السلع الزراعية كالقمح والقطن، غير أن نشاط هذه الأسواق قد امتد ليشمل العديد من السلع الأخرى كالمواد الطبيعية المختلفة مثل: البترول والمعادن، ولذلك أصبحنا نجد العديد من أسواق السلع الدولية، نذكر منها<sup>1</sup>:

1- سوق المنتجات الزراعية الرئيسية: كالقطن، والسكر.

2- سوق الحبوب، والزيوت: القمح، الشعير، الذرة، الصويا، وزيت الصويا.

3- سوق المشروبات: كالكافوا، والبن.

<sup>1</sup> - جعفر الجزار: الإدخار والاستثمار والمضاربة في البورصة، بيروت، دار النفائس، 1998، ص ص: 231، 237.

- 4- سوق المنتجات الزراعية الثانوية: كالفسق، والبندق، اللوز، جوز النهد.
- 5- سوق زيوت النفط ومشتقاتها.
- 6- سوق المعادن الأساسية: كالنحاس، الألمنيوم، الرصاص، القصدير، النيكل، الزنك.
- 7- سوق المعادن النفيسة: الذهب، الفضة، البلاتين.
- 8- سوق المعادن الثانوية: الانتموني، الكوبالت، الزئبق، التتجستين.
- 9- سوق المعادن المركبة: السبائك التي يدخل فيها النحاس والحديد.

#### رابعاً: الفرق بين السلع الأساسية والبيوع الدولية:

مصطلح البيوع الدولية أعم من مصطلح السلع الدولية، وهذا ما يظهر في الفروقات التالية<sup>1</sup>:

أ- صفة الدولية في البيوع الدولية حسبما جاء في اتفاقية فينا يحكمها معياران:

- أولهما شخصي: وهو تواجد مركزا أعمال المتعاقدين في دولتين مختلفتين.
- والثاني موضوعي: يتعلق بالصفقة ويتطلب ثلاث ضوابط هي:

- اقتران البيع بعملية نقل البضاعة من دولة إلى أخرى.

- الاتفاق على شروط البيع يكون في دولتين مختلفتين.

- تسليم البضاعة المباعة في دولة أخرى غير التي تم فيها الاتفاق.

في حين أن هذه المعايير والضوابط لا يشترط وجودها في بيع السلع الدولية، إذ يمكن أن يمارسها طرفان من نفس الدولة، وليس أن تنتقل فيها البضاعة المباعة لدولة أخرى، والمقصود بالدولية هو ما يحكم المعاملات فيها من أعراف دولية وعقود نموذجية، ونوعية السلع التي يتم التعامل فيها في مختلف البورصات.

ب- محل البيع في البيوع الدولية هو جميع السلع بينما البيع في السلع الدولية يكون على سلعة محددة ذات مواصفات وخصائص معينة.

ت- أن السلع الدولية لا يتم التعامل فيها إلا في البورصات المنظمة، أما البيوع الدولية فلا يحدد مكان خاص للبيع.

ث- في البيوع الدولية يتم التعامل مباشرة بين البائع والمشتري كونها عقود شخصية لا يتم تداولها، في حين في السلع الدولية يتم التعامل عليها من خلال الوسطاء.

<sup>1</sup> - حشايشي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 08، 09.

### خامسا: التعاقد على السلع الدولية:

التعاقد على السلع الدولية يتم كالاتي:

#### أ- إبرام العقد:

- يتم إبرام العقد في السلع الدولية من خلال الوسطاء ( السماسرة)، باستثناء الأعضاء الاساسيون فيمكنهم التعاقد بأنفسهم مباشرة.
- التعاقد يتم بآلات الاتصال الحديثة.
- لا توجد عقود مكتوبة في عمليات السلع الدولية بل توجد وثائق ملكية للسلعة المباعة في صورة حسابات إلكترونية للعميل.
- تتولى إدارة البورصة إجراءات التعاقد في حالة البيع المستقبلي، وهو الغالب في بورصات البضائع.

#### ب- محل العقد:

يتمثل في كل من السلعة والتمن، كما يلي:

#### • السلعة:

فمن حيث الكمية والمواصفات: يتم التعامل على أنواع محددة من السلع بصورة نمطية، في عقد موحد، مثال على ذلك: يتم التعامل في بورصة لندن للمعادن على صفة العقد كالاتي:

- حجم اللوط: 25 طن مع معامل تغير  $\pm 2\%$ .

- الشكل: قوالب وزنها 12-26 كلغ، او قضبان وزنها 750 كلغ.

- درجة النقاوة 99.7 % على الأقل.

فمن يريد الشراء لا يمكنه التعامل على أقل من هذه الكمية، أما من يريد شراء 50 طنا فيشتري عقدين، وثلاث عقود ل 75 طن وهكذا....

أما من حيث تسليم السلعة: من المعروف أنه يوجد نوعين من التسليم، تسليم فعلي مادي وذلك بنقل السلعة المباعة إلى المشتري وحيازته لها، وتسليم حكمي وذلك بنقل الملكية وبقاء السلع في المخازن إلى غاية التصرف فيها، والتسليم الحكمي هو الغالب في بورصات البضائع حيث يعطي المشتري سند ملكية في صورة إذن تسليم أو شهادة تنفيذ، بأن له كمية من السلع بمواصفات معينة في مخزن معين، وهذا في البيع الحاضر، أما البيوع الآجلة وهي الغالبة فإن التسليم للسلع فيها يكون في المستقبل ويتحدد في وثائق الملكية ( التاريخ المستقبلي للتسليم).

#### • الثمن:

تتحدد أثمان السلع الدولية وفق ما يلي:

- تحديد نوعية العملة التي يتم التسعير بها ودفع الثمن: وهي في الأصل الدولار الأمريكي، ويمكن التعامل في بعض البورصات بعملات بديلة محددة كالين الياباني، والجنيه الإسترليني، والأورو... الخ.

- **السعر:** يتم تحديد السعر وفقا لظروف العرض والطلب، وطريقة وموعد دفع الثمن.

- **حدود الأسعار:**

بما أن التعامل في بورصة السلع الدولية يقوم على أساس جني فروق الأسعار من اجل أن لا يستغل المضاربون الفرصة ويتلاعبون بالأسعار لجني المزيد من فروق الأسعار، لذلك تفرض البورصات حدا أقصى للتغيرات السعرية كل يوم بحيث إذا زاد أو نقص السعر عن هذا الحد في يوم ما توقف البورصة التعامل حتى اليوم الثاني، حيث يختلف الحد المقرر في كل بورصة.

- **دفع الثمن:**

في التعاملات الحاضرة يتم دفع الثمن عند التعاقد عن طريق التحويلات البنكية، عادة ما يتم دفع الثمن أولا للسمسار عند إرسال أمر الشراء، كما يكون للمتعاملين الدائمين حساب جاري لدى السمسار للدفع منه، أما في التعاملات الآجلة وهي الغالبة فإنه يتم تحصيل هامش بمثابة ضمان بنسبة تتراوح ما بين 5% - 20% من قيمة العقد يدفعه كل من البائع والمشتري ولا يعد هذا الهامش مقدم ثمن بل هو تامين يدفع لإدارة البورصة لضمان وفاء كل طرف بالتزامه عند تصفية العقد، والهامش نوعان، فالأول: الهامش المبدئي، والثاني: هامش الصيانة وهو مبلغ إضافي يلتزم بدفعه الطرفان في حالة ما إذا تغير السعر.

المحور الرابع: العمليات العاجلة في بورصة البضائع.

أولاً: مفهوم العمليات العاجلة في بورصة البضائع.

ثانياً: أنماط تسليم البضائع في بورصة البضائع.

ثالثاً: صور التعاملات الفورية في بورصة البضائع.

## المحور الرابع: العمليات العاجلة في بورصة البضائع.

### أولاً: مفهوم العمليات العاجلة في بورصة البضائع:

" أسلوب العمليات الحاضرة هو الأسلوب الذي يتم التعامل به في أسواق السلع الدولية الحاضرة، والذي بمقتضاه يتم بيع وشراء سلع موجودة فعلا في المستودعات والمخازن والموانئ جاهزة للنقل، ويستطيع المشتري معاينتها قبل الشراء للتعرف على مدى مطابقتها مواصفاتها للشروط المطلوبة قبل تحرير العقد، والذي يعتبر عقداً نموذجياً منظماً من قبل لجنة السوق، ويتضمن جميع شروط التعاقد والتسليم ودفعة الثمن"<sup>1</sup>.

وعلى ذلك يمكن تحديد أهم سمات هذا الأسلوب فيما يلي:

- يتم من خلال سوق منظمة: وهي بورصة البضائع الحاضرة والتي لها نظامها وقواعدها التي تحكم التعامل بها.
- وجود السلعة: فالسلعة محل التعاقد تكون موجودة فعلاً لا ويستطيع المشتري فحص عينة منها بالبورصة، أو الانتقال خارجها لفحصها في المخازن والمستودعات.
- وجود رغبة حقيقية في التسليم والتسلم: فالمشتري يرغب في الحصول على السلعة والبائع لديه أيضاً رغبة وإمكانية حقيقية لتسليم هذه السلعة، فالغرض الحقيقي من التعامل غالباً هو البيع والشراء الفعلي وليس مجرد إجراء تعاقدات صورية تحت ستار البيع والشراء.
- تسليم الثمن: ويعتمد هذا الأسلوب على تسليم كامل الثمن غالباً وقت التعاقد وعند استلام السلعة، فهو بيع حاضر لوجود السلعة من ناحية وتسليم الثمن من ناحية أخرى.
- اعتماده على نظام المتخصصين: فعملية التعاقد تتم عن طريق الخبراء والتجار والمتخصصين في التعامل في هذه السلع وفي تلك الأسواق.
- تحديد السعر: يعتمد تحديد السعر على نشرة سوق السلع نفسها، وهو عبارة عن متوسط أسعار العقود المبرمة في البورصة على بضاعة حاضرة لليوم السابق. وقد يكون سعر البيع هو سعر العقود في يوم معين مع تحديد زيادة أو تنزيل على هذا السعر وفقاً لعوامل العرض والطلب على البضاعة.

### ثانياً: أنماط تسليم البضائع في بورصة البضائع:

تختلف أنماط تسليم البضاعة في بورصة البضائع حسب الحجم و التعاقد<sup>2</sup>:

- التسليم المادي للسلعة: حيث يتم تسليم البضاعة بصورتها الفيزيائية كاملة بعد تسديد ثمن البضاعة .
- التسليم الحكمي: يتم التعاقد بين الأطراف لكن السلعة تبقى في المخازن حسب فترة التسليم.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998، ص: 513.

<sup>2</sup> - فتحي سليم وزياد غزال " حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط 02، الأردن، 2003، ص: 24، 25.

- **الشراء بالهامش:** من خلال هذا النمط يتم الاقتراض من إحدى شركات السمسرة لتغطية جزء من ثمن السلعة ويتولى العميل فيما بعد تسديدها عند بيع السلعة أو حسب الاتفاق.
- **البيع على المكشوف:** هو بيع السلعة رغم عدم حيازتها ثم تسديد ثمنها عند بيعها لشركة السمسرة ويتم ذلك مقابل رهن أو ضمان.

### ثالثا: صور التعاملات الفورية في بورصة البضائع:

ويمكن التعامل في هذا الأسلوب وفق الصور التالية:

#### 1- الشراء بكامل الثمن:

وفق هذه الصورة يتم تسليم البضائع والمبلغ بعد الانتهاء من التعاقد مباشرة، أو بعد مدة قصيرة. وبعد إبرام الصفقة يقوم سمسار البائع بتسليم البضائع إلى سمسار المشتري الذي يقوم بدوره بتسليم المبلغ سمسار البائع، وتتم هذه الإجراءات عن طريق إدارة السوق ويدفع المشتري كامل المبلغ من ماله الخاص<sup>1</sup>.

من خلال التعريف نجد أن عقد الشراء بكامل الثمن، يكون متضمنا الخصائص التالية:

- سمي عقد الشراء بكامل الثمن، لأن قيمة الصفقة يتم تسديدها كاملة عند التنفيذ، من قبل المشتري، وتكون الأموال في حوزة المشتري، ولا يهتم الجهة التي حصل منها على الأموال، المهم أن تكون قيمة الصفقة كاملة.
- يكون تسلم الأموال كاملة.
- التنفيذ يكون حسب السعر الذي تم تحديده في جلسة التداول في البورصة، دون أن يكون هناك إخلال من الطرفين البائع والمشتري عند التسليم والاستلام.
- يتم تسديد قيمة الصفقة كاملة بما فيها عمولة الوسيط، ورسوم التعامل داخل البورصة.

#### • مزايا وعيوب التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

للتعامل بعقد الشراء بكامل الثمن عدة مزايا من جهة، وعدة مساوئ وعيوب من جهة أخرى، هاته المزايا والعيوب نذكرها على النحو الآتي:

#### أ- مزايا التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

- عقد الشراء بكامل الثمن يجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف مستقبلا.
- عقد الشراء بكامل الثمن، يكون أكثر مصداقية من حيث التعامل، فهناك خطر الشركات الوهمية، التي تدخل كعارضة أو طالبة للسلع الدولية.
- تكاليف عقد الشراء بكامل الثمن، تك ون تكاليفه متدنية، لأن التعامل به دفعة واحدة وتنتهي العلاقة بين جميع الأطراف.

#### ب- عيوب التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

<sup>1</sup> - فتحي سليم وزياذ غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 14.



- الدفع الكلي لثمن الصفقة، يحرم المشتري من الرافعة المالية التي توفرها له العقود الأصلية وغير الأصلية الأخرى.

- عندما تكون قيمة الصفقة كبيرة جدا، قد يتعذر عليه وجود مصدر تمويل.

## 2- الشراء بالهامش: (بجزء من الثمن Margin buying).

يتمثل الشراء بالهامش في تمويل جزء من صفقة الشراء نقدا، والجزء الثاني من مبلغ الصفقة يمول بقرض من الوسيط يدفع عن المشتري فوائد بموجب اتفاق بينهما، ويتم الشراء بالهامش عادة عندما يعتقد المشتري أن سعر السلعة منخفض ويتوقع ارتفاعه في الأجل القريبة، وتحدد نسبة الهامش بواسطة إدارة البورصة. ويعرف الشراء بالهامش: "بأن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن المبيع الذي يريد شراءه من أمواله الخاصة، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة"<sup>1</sup>.

من خلال هذا التعريف تتضح لنا الخصائص التالية التي يختص بها عقد الشراء بجزء من الثمن، والتي نذكرها على النحو الآتي:

- أن العميل المشتري يقوم بدفع جزء من ثمن الصفقة، يسمى بالهامش، وهو المبلغ الذي يتمكن المشتري من توفيره لإجراء الصفقة.

- أن الهامش له أنواع ( هامش مبدئي، هامش الوقاية).

- أن الجزء الباقي من قيمة الصفقة يتم دفعها من خلال قرض، توفره شركات الوساطة المالية داخل البورصة نفسها، ولا يمكن توفيره من الخارج، وإلا صرنا أمام عقد الشراء بكامل الثمن.

- القرض الذي توفره شركات الوساطة المالية داخل البورصة قد يكون بفائدة، وقد يكون بدون فائدة.

- قد يكون الأصل محل التداول هو نفسه ضمان القرض الذي تحصل عليه المشتري.

- يشكل هذا القرض رافعة مالية جيدة للمستثمر من خلالها يمكنه توفير تمويل كبير لاستثماراته.

والشراء بالهامش نوعان، هما:

### أ- الهامش المبدئي:

"يطلق الهامش المبدئي على المبلغ الذي دفعه المستثمر من أمواله الخاصة، ويحدد هذا الهامش بنسبة معينة من قبل البنك المركزي، وعادة لا تزيد عن 60% من قيمة الصفقة، ويكون للبورصة أو مؤسسات السمسرة أن تحدد نسبة الهامش بنسبة أعلى مما يحدده البنك المركزي"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديد للنشر، 2003، ص: 50.

<sup>2</sup> - مبارك آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 688.

## ب- هامش الوقاية:

" الحد الأدنى الذي يشترط أن لا تقل عنه حقوق الملكية المتمثلة في الفرق بين القيمة السوقية لمجموع المبلغ المرهون ، و المبلغ المقترض".

فهو عبارة عن نسبة مئوية تحدد عادة بموجب اللوائح التي تضعها إدارة البورصة، ويعد هذا الهامش بمثابة خط أحمر يجب أن لا تتخطاه نزولا حقوق المستثمر في حساب المستثمر لدى الوسيط (حساب عقد الهامش) وذلك في حال حدوث هبوط حاد في السعر السوقي لتلك الأصول، تحدده أغلب البورصات بحد أدنى يجب أن لا يقل عنه وهو 40% من قيمة الصفقة.

## • مزايا وعيوب الشراء بالهامش:

لعقد الشراء بالهامش العديد من المزايا، كما أن له العديد من المساوئ والعيوب، نذكرها النحو الآتي<sup>1</sup>:

### أ- مزايا التعامل بعقد الشراء بالهامش :

- يمثل الرفع المالي الذي يوفره هذا النمط من العقود، فرص استثمارية للمستثمر الذي لا يملك قيمة الصفقة المراد الاستثمار فيها.
- تمثل الأوراق المالية ضمان قيمة القرض في بورصة الأوراق المالية، في حين يضمن البنك التجاري من خارج البورصة قيمة القرض، وذلك بتقديم خدمة خطابات الضمان للقروض، وعليه فإن المستثمر، يمكنه التعامل فيه بأريحية.
- يمثل عقد الشراء بالهامش، أداة للسلطات، يمكنها من خلال التدخل في الاقتصاد، ففي حالة الانكماش الاقتصادي تقوم بتخفيض معدل هامش الوقاية، وبالتالي توفر السيولة وتنعش السوق، والعكس.
- يعد الهامش وسيلة مالية تمكن من تنظيم ومراقبة الائتمان في السوق المالية ومن خلالها في الاقتصاد.
- بالنسبة للبورصة، فإن التعامل بعقد الشراء بالهامش، يوفر لها المرونة، الاتساع والعمق، ناهيك عن العوائد المالية التي يحققها للوسطاء الماليين في البورصة.

### ب- عيوب التعامل بعقد الشراء بالهامش :

- يتميز عقد الشراء بالهامش بالمخاطرة الكبيرة، فالتوسع في استخدام الرافعة المالية للمستثمر، قد ينجر عليه خسائر كبيرة في حالة تحقيق خسائر كبيرة قد تتعدى هامش الوقاية.
- استخدام الرافعة المالية يمكن من توسع السوق بشكل كبير، ما قد يحدث انخفاضا في الأسعار ناتج عن العرض الكبير أو الطلب الكبير، وبالتالي يكون هذا النوع من العقود خطرا على استقرار البورصة.
- أن عقد الشراء بالهامش يمثل عامل تسريع في حالة الأزمات، فعند حدوث اضطراب في الأسعار يسارع الوسطاء الماليون المقرضون للمطالبة بقروضهم، وعند عدم قدرة المستثمر على السداد، يلجؤون لبيع الضمانات، أو مطالبة البنوك الضامنة للقروض، ما ينقل الأزمة خارج البورصة.

<sup>1</sup> - البرواي شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، 2020، ص: 18.

## 3- البيع على المكشوف:

ويسمى البيع التصير وهو احد أنواع البيوع الفورية، وهو "عبارة عن قيام شخص ببيع أشياء لا يملكها عن طريق اقتراضها من آخرين سواء كانوا من السماسرة أو البنوك أو شخص آخر مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتسليمها إلى السمسار أو البنك أو المقترض الآخر في وقت محدد، والالتزام برهن المبلغ الذي باع فيه ما أقرضه إلى السمسار أو البنك حتى يسدد الشخص القرض، أما يستفيد منه السمسار أو البنك فهو استغلال المبلغ المرهون حتى وقت سداد القرض، وهو إرجاع نفس القرض فإذا اقترض أسهما فإنه يرجع أسهما، أو عملات يرجع نفس العملات وهكذا، كما أن الغرض من البيع على المكشوف هو المضاربة فقط، أي الحصول على الربح من فرق السعر بين يوم عقد القرض يوم السداد".

أما مدة الاقتراض فهي في العادة يوم واحد يتحدد تلقائيا ما لم ينهه أحد الطرفين، ومن البديهي أن العميل يحاول تمديد فترة الاقتراض حتى تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه، وحينئذ يقوم بشرائها مستفيدا من فارق السعرين، ثم يرجع البضاعة المشتراة إلى السمسار، أما إذا لم تحدث توقعات العميل وارتفعت الأسعار فإنه سيتحمل خسارة كبيرة، خصوصا إذا كانت نسبة ارتفاع الأسعار كبيرة.

## مثال توضيحي:

بافتراض أن سعر القمح 500 دولار لوحدة البوشل، ويتوقع العميل انخفاض أسعاره إلى 300 دولار في وقت قريب، فيقوم باقتراض 1000 وحدة من القمح من عند سمساره يصدر له أمر ببيعها بالسعر السائد 500 دولار، فإذا صح توقعه وانخفض السعر إلى 300 دولار. فإنه يصدر أمر لسمساره بشراء هذه الكمية ويرجعها مادام أنه اقترضها ويحصل على ربح ناتج من فرق السعرين.

أما إذا خاب توقعه وارتفع السعر إلى 600 دولار فإنه مضطر لشراء تلك الكمية من البضاعة بهذا السعر وتحمل خسارة تتمثل في الفرق بين السعرين.

- حالة انخفاض السعر إلى 300 دولار:

الربح = قيمة البيع - قيمة الشراء.

الربح = ( 1000 \* 500 ) - ( 1000 \* 300 ) = 200000 دولار قبل خصم العمولة والمصاريف

الأخرى.

- في حالة ارتفاع السعر إلى 600 دولار: فإن العميل سيحقق خسارة تقدر:

( 1000 \* 500 ) - ( 1000 \* 600 ) = - 200000 دولار إضافة إلى العمولة والمصاريف الأخرى.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص الخصائص التي يتميز بها البيع على المكشوف، كما يلي:

- تعد الأداة الأولى للمضاربة على مستوى بورصة البضائع.

- غالبا ما تتحقق التوقعات بانخفاض الأسعار، إلا أنه في حالة عدم تحقق التوقعات، فإن هاته الأداة تكون ذات مخاطر كبيرة، قد تؤدي إلى الإفلاس إذا كانت حجم المعاملات كبيرا.
- تختلف مدة التعامل بالبيع على المكشوف من 24 ساعة، أو حتى ساعات داخل نفس الجلسة في البورصة.
- يحدد القانون المنظم لسير عمليات البورصة، مدة التسليم والاستلام للأموال.
- تعد من آليات تثبيت السوق واستقراره، خاصة عند تدعيم هيئات البورصة هاته العملية.

### 3-1 أنواع البيع على المكشوف:

هناك نوعين من عمليات البيع على المكشوف يمارسها السماسرة على مستوى البورصة، نذكرهما كما يلي<sup>1</sup>:

#### أ- البيع على المكشوف العادي:

وهو أن يقوم الوسيط بإعارة العقود التي لديه، بعد تلقي أمر من المستثمر، بإعارة العقود للمضاربين، بفائدة محددة، وبشروط متفق عليها ولمدة معلومة، إلا أننا نشير هنا إلى أن من يقوم بهاته العملية هو الوسيط ذو النشاط غير المحدود.

#### ب- البيع على المكشوف العاري:

وهو قيام الوسيط ذو النشاط الغير المحدود بإعارة العقود التي لديه، والتي كلفه المستثمر ببيعها، إلا أنه يقوم بإعارتها لوسطاء مضاربين دون علم المستثمرين، للاستفادة من فروقات الأسعار والفائدة على الإعارة.

<sup>1</sup> - محمد هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

المحور الخامس: العمليات الآجلة في بورصة البضائع.

أولاً: مفهوم العمليات الآجلة في بورصة البضائع.

ثانياً: الأطراف الرئيسية للتعامل في العمليات الآجلة.

ثالثاً: أهم الفروق ما بين العمليات العاجلة والعمليات الآجلة.

## المحور الخامس: العمليات الآجلة في بورصة البضائع.

### أولاً: مفهوم العمليات الآجلة في بورصة البضائع:

#### تعريف 1:

"هي تلك المعاملات التي تجري في أسواق محددة تعرف بأسواق العقود، وتتم عن طريق عقود نمطية مستقبلية تتعلق ببيع أو شراء سلع معينة غير موجودة فعلاً لا في المخازن، حيث يتم الاتفاق على السعر والكمية عند التعاقد، ويكون استلام وتسليم البديلين في المستقبل حسب الاتفاق الذي تم في العقد"<sup>1</sup>.

#### تعريف 2:

"العمليات الآجلة هي تلك المعاملات التي تجرى في أسواق محددة تعرف بأسواق العقود، وتتم عن طريق عقود آجلة تتعلق ببيع وشراء سلع معينة غير موجودة فعلاً في المخازن، فيتم الاتفاق على السعر والكمية عند التعاقد ويكون استلام وتسليم البديلين في المستقبل حسب الاتفاق الذي تم في العقد"<sup>2</sup>.

من خلال التعاريف يمكن استخلاص الخصائص المميزة للعمليات الآجلة في بورصة البضائع فيما يلي:

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

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية**، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998، ص: 413.

<sup>2</sup> - حشاشي سليمة، **مرجع سبق ذكره**، ص: 19.

**ثانياً: الأطراف الرئيسية للتعامل في العمليات الآجلة:**

يدخل في التعامل بالعمليات الآجلة أربعة أطراف رئيسية، نذكرها كما يلي<sup>1</sup>:

**- المشترون والبائعون:**

ويطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزاً طويلاً، بمعنى أنه يشتري العقد ويحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته السوقية، فيقوم ببيعه لاحقاً بعض الأرباح، أما بائعوا العقود فهم أولئك المستثمرون الذين يأخذون مركزاً قصيراً على العقد، بمعنى أنهم يبيعون العقد في الوقت الذي قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد، ويأمل هؤلاء في أن تنخفض أسعار العقود في المستقبل ليعيدوا شراءها بالأسعار الجديدة ويقفلون بذلك مراكزهم محققين بعض الأرباح، ومن غير المعتاد في هذه الأسواق أن يقوم البائعون والمشترون بتسليم وتسلم الأصل محل التعاقد.

**- المستثمرون بغرض التغطية والمضاربون:**

المستثمرون في العقود المستقبلية هم أولئك الذين يتعرضون لمخاطر التغيرات السعرية للأصول محل التعاقد، فالمستثمر يكون عرضة لتلك المخاطر إذا كان يمتلك الأصل أو ينتجه (أو يتوقع أن يحصل عليه بشكل أو بآخر، كما أن هناك نوع آخر من المستثمرين قد يتعرضون لتلك المخاطر إذا كانوا مستخدمين لذلك الأصل أو يتوقع حاجاتهم إليه، فإذا ما كان لهذا الأصل سوق للعقود المستقبلية فإنه يمكن تخفيض تلك المخاطر أو تجنبها باللجوء إلى التغطية، ويقصد بذلك أخذ مركزاً مضاداً في سوق العقود، فالمستثمر الذي يمتلك الأصل بالفعل أو يتوقع أن يملكه يمكن اللجوء إلى إبرام عقد بيع لذات الأصل، والمستثمر الذي هو في حاجة إلى ذلك الأصل مستقبلاً يمكنه تخفيض تلك المخاطر من خلال إبرام عقد شراء لهذا الأصل.

أما المضاربون فهم أولئك الذين لا يمتلكون الأصل الذي يبرمون عليه عقد بيع، ولا هم يرغبون في امتلاكه، ولكن الدافع في تعاملاتهم في تلك الأسواق هو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح، عن طريق شراء وبيع تلك العقود بناءً على تنبؤاتهم بشأن الأسعار التي يمكن أن تسود السوق بخصوص أصل ما، ويمثل المضاربون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق العقود.

**- بيت التسوية:**

وهو أحد الأطراف الرئيسية للعمل بسوق العقود، وتتمثل المهمة الرئيسية له في ضمان تنفيذ الصفقات إذا ما تعثر أحد أطرافها في تنفيذ ما عليه من التزامات، فهو يلعب دور البائع بالنسبة للمشتري ودور المشتري بالنسبة للبائع، ومن ثم فهو يقف بين الطرفين المتعاقدين ضامناً لتنفيذ كل عقد أبرم، وفي ظل ذلك ليس هناك حاجة لأن يتأكد كل طرف من المركز المالي للطرف الآخر ولا أن يتعرف عليه أصلاً، وهذا يسهل تداول تلك العقود ويوفر لها قدرًا كبيراً من السيولة، ولا يقتصر نشاط بيت التسوية على ذلك، بل يلعب دوراً مباشراً بتيسير التعامل للمتعاملين على العقود بيعاً وشراءً دون الالتزام بالانتظار لتنفيذ العقد في التاريخ المحدد للتسليم، عن طريق قيامه بالشراء من

<sup>1</sup> - محمد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل بها، مداخلة في مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة عشر، 9-

14/مارس/2005، دبي (دولة الإمارات العربية المتحدة)، ص: 10-09.

أي بائع يرغب بالبيع، وبالبائع لأي مشتري يرغب بالشراء في أي وقت. فمشتري العقد أو بائعه يستطيع أن يبيع أو يشتري العقد إلى أو من بيت التسوية خلال الفترة التي تسبق تاريخ التنفيذ بالأسعار الجارية، عن طريق قيامه بقل مركز العميل قبل يوم التنفيذ.

#### بيوت السمسرة:

لا يستطيع المستثمر في أسواق العقود التعامل إلا من خلال بيت السمسرة، وعادة ما يتم اتصال المستثمر ببيت السمسرة من خلال الممثل المسجل لبيت السمسرة في المنطقة الجغرافية التي يمارس فيها المستثمر نشاطه، ويقوم الممثل المسجل بدوره بتبليغ الأمر الذي أصدره العميل إما إلى مكتب الأوامر لدى المركز الرئيسي لبيت السمسرة، أو إلى ممثل بيت السمسرة في سوق العقود.

#### \* الغرض من التعامل بالعمليات الآجلة:

هناك ثلاث أغراض للمتعاملين بالمعاملات الآجلة، نذكرها كما يلي:

#### أ- الاحتياط ( التغطية):

يتم الاحتياط أو التغطية في المعاملات الآجلة في حالة شراء سلع لغرض الاستثمار، وذلك ببيع سلع مماثلة في نفس الوقت - بيعا آجلا، بحيث إذا انخفضت أسعار السلع، وخسر المستثمر في السلع التي اشتراها، عوض ذلك الربح الذي يحصل له من خلال البيع الآجل، على النحو الذي سبق التمثيل عليه، عند الكلام عن الاحتياط باعتباره غرضا من أغراض المتعاملين في المعاملات العاجلة<sup>1</sup>.

#### ب- الموازنة:

الموازنة هي محاولة الاستفادة من فروق الأسعار في البورصات المختلفة، وذلك بالشراء في البورصات ذات السعر المنخفض، والبيع في البورصات ذات السعر المرتفع، والشراء في البورصات ذات السعر المنخفض يعمل على رفع السعر فيها، والبيع في البورصة ذات السعر المرتفع يعمل على إنزال السعر فيها، وبتكرار العملية يتم التوازن، وتتقارب الأسعار في البورصات المختلفة، التي تتداول فيها نفس الأسهم<sup>2</sup>.

#### ج- المضاربة:

الغرض الأساسي للمتعاملين بالعقود الآجلة هو تحقيق ما يسمى بالأرباح الرأسمالية، التي تتمثل في الفرق السلعة الذي عقده به الصفقة، وبين سعرها الذي يحدد في يوم التصفية، وهذا ما يسمى بالمضاربة. ومن هنا فإن المضاربة - باعتبارها عرضا من أغراض المتعاملين بالعقود الآجلة - تنتوع إلى نوعين: المضاربة على الصعود، والمضاربة على الهبوط<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 498.

<sup>2</sup> - مقبل جمعي، الأسواق والبورصات، مدينة النشر والتوزيع، الإسكندرية، 1990، ص ص: 127، 128.

<sup>3</sup> - سامي وهبة غالي، البورصات وتجارة القطن، المطبعة الكمالية بعابدين، الإسكندرية، ط4، 1995، ص: 52.



**ثالثا: أهم الفروق ما بين العمليات العاجلة والعمليات الآجلة:**

هناك مجموعة مكن الفروق بين العملات العاجلة والعمليات الآجلة نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

- **التسليم والتسلم:** في أسلوب البيوع الحاضرة يتم تسليم وتسلم السلعة والتمن بين البائع والمشتري عند توقيع العقد، بينما يتم تأجيل تسليمهما في حالة التعامل بأسلوب البيوع المستقبلية.
- **التحلل من التنفيذ:** في أسلوب البيوع الحاضرة لا يمكن لأي طرف العدول عن الوفاء بالتزاماته، بينما يمكن لأي طرف في أسواق العقود التحلل من التنفيذ بدفع فروق الأسعار، عن طريق قيام الوسيط بعقد صفقة عكسية يقفل بها مركزه، ويتم خصم الالتزامات التي عليه من المقدم الذي دفعه.
- **بيع السلع وبيع العقود:** فعلى حين يتم تنفيذ عملية بيع حقيقية للسلع من خلال أسلوب البيوع الحاضرة، نجد أن أغلب العقود في أسواق السلع المستقبلية لا يتم فيها تسليم فعلي للبديلين، إذ أن هذه العقود يتم تنفيذها عند التصفية عن طريق عقد صفقة عكسية ماثلة، يتم بمقتضاها حساب مكاسب أو خسائر الصفقة بالمقارنة بين أسعار العقود والأسعار وقت التصفية، وتسوية الفرق لحساب البائع أو المشتري كسبًا أو خسارة، ولذلك فالبيع في السوق المستقبلي هو في حقيقته بيوع للعقود وليس للسلع.
- **وجود السلع:** في أسواق السلع الحاضرة تكون السلع موجودة، إما في المخازن أو في المواني أو غيرها، ويستطيع المشتري القيام بمعينة السلع المشتراة، بينما في أسواق العقود لا تكون السلع موجودة، ولذلك يجري التعامل على أساس سلع نموذجية من حيث النوع محددة المواصفات بدقة، ومن ثم لا يستطيع المشتري مشاهدتها أو فحصها.
- **القيمة المسلمة:** فعلى حين يكون الأصل دفع كامل الثمن عند التعاقد في البيوع الحاضرة، فإنه لا يتم دفع إلا جزءًا محدودًا يتراوح ما بين 5-10% فقط عند التعامل بالمعاملات الآجلة.
- **أسلوب التنفيذ:** يعتمد أسلوب البيوع الحاضر على نظام المتخصصين والتجار لتنفيذ عملية البيع، بينما يعتمد أسلوب البيوع المستقبلية على نظام المزادات غير المباشرة حيث يقوم بيت التسوية بدور البائع في مواجهة المشتري ودور المشتري في مواجهة البائع.

<sup>1</sup> - أحمد محمد خليل الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة فيها، رسالة دكتوراه، الجامعة الأمريكية المفتوحة بالقاهرة، 2003، ص 15-16.

## المحور السادس: تطبيقات العقود الآجلة.

أولاً: مفهوم العقود الآجلة.

ثانياً: المتعاملون بالعقود الآجلة.

## المحور السادس: تطبيقات العقود الآجلة.

### أولاً: مفهوم العقود الآجلة:

#### تعريف 01:

" العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق"<sup>1</sup>.

#### تعريف 02:

" العقود الآجلة هي أقدم العقود ظهوراً، وهي تمثل التزاماً بشراء أو بيع كمية معينة من سلع معينة في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقاً عند إبرام العقد، ويحقق مشتري العقد ربحاً عندما يكون سعر الأصل محل العقد في السوق الحاضر أعلى من السعر المتفق عليه والمحدد سابقاً عند إبرام العقد وعند حلول أجل الاستحقاق، وفي حالة العكس فإنه يحقق خسارة، إذا لم يتم تنفيذ العقد الآجل قبل حلول تاريخ الاستحقاق"<sup>2</sup>.

وهذا ومن النادر أن تتم عملية تسليم فعلية للأصل محل التعاقد، فالتسوية في حقيقة الأمر نقدية، حيث تتم من خلال بيت المقاصة بمشاركة من سماسرة الطرفين، فلو أن عقداً أبرم بين طرفين للتعامل على الذرة، وكان سعر العقد 1.2 دولار للبوشل الواحد، تم ارتفاع سعر البوشل في السوق الحاضرة إلى 1.3 دولار، هذا يعني خسارة للبائع قدرها 10 سنت للبوشل، ومكاسب بنفس القيمة للطرف المشتري.

من خلال التعاريف السابقة، تتضح خصائص العقود الآجلة، والتي نذكرها على النحو الآتي:

- تتميز العقود الآجلة بأنها عقود شخصية يتفق فيها الطرفان على ما يلائمهما من طريقة الدفع للعقد، والكمية وكيفية التسديد...الخ.
- لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود في الأصل، ما دامت عقود شخصية، إلا أنه يتم التداول داخل البورصة.
- ليست عقوداً نمطية فجميع عناصرها يمكن الاتفاق عليها، ويتم تغييرها على حسب رغبة الطرفين.
- لا يمكن إلغاء العقد أو إطفائه بمجرد إبرامه، ويجب تنفيذه على أرض الواقع، على عكس عقود الخيار أو العقود المستقبلية.
- يكون السعر ثابتاً على طول فترة العقد، وبه يتم التنفيذ.

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي: إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، الجزء الثاني، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002، ص: 06.

<sup>2</sup> - حشايشي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

## ثانيا: المتعاملون بالعقود الآجلة:

يتم التعامل بالعقود الآجلة من خلال ما يلي:

أ- **البائع:** وهو مالك الأصل فعلا، أو قادر على توفيره قبل تاريخ الاستحقاق المتفق عليه، ويكون عادة مستثمر مثل شركات النفط.

ب- **المشتري:** وهو مستثمر أيضا، يلجأ لهاته العقود من أجل التحوط لتقلبات الأسعار مستقبلا.

ت- **بيوت التسوية:** وهي التي تقوم بتنفيذ العقد وضمانه مقابل عمولة.

## مثال توضيحي:

لنفترض أن متعاملا في صناعة المجوهرات يرغب في ضمان سعر مستقر للمجوهرات التي ستباع في المستقبل، قام بإبرام عقد أجل من أجل شراء الذهب بعد 06 أشهر للتحوط ضد ارتفاع سعره يكون كما يلي:

- سعر التسليم: 80 دولار للاونصة.

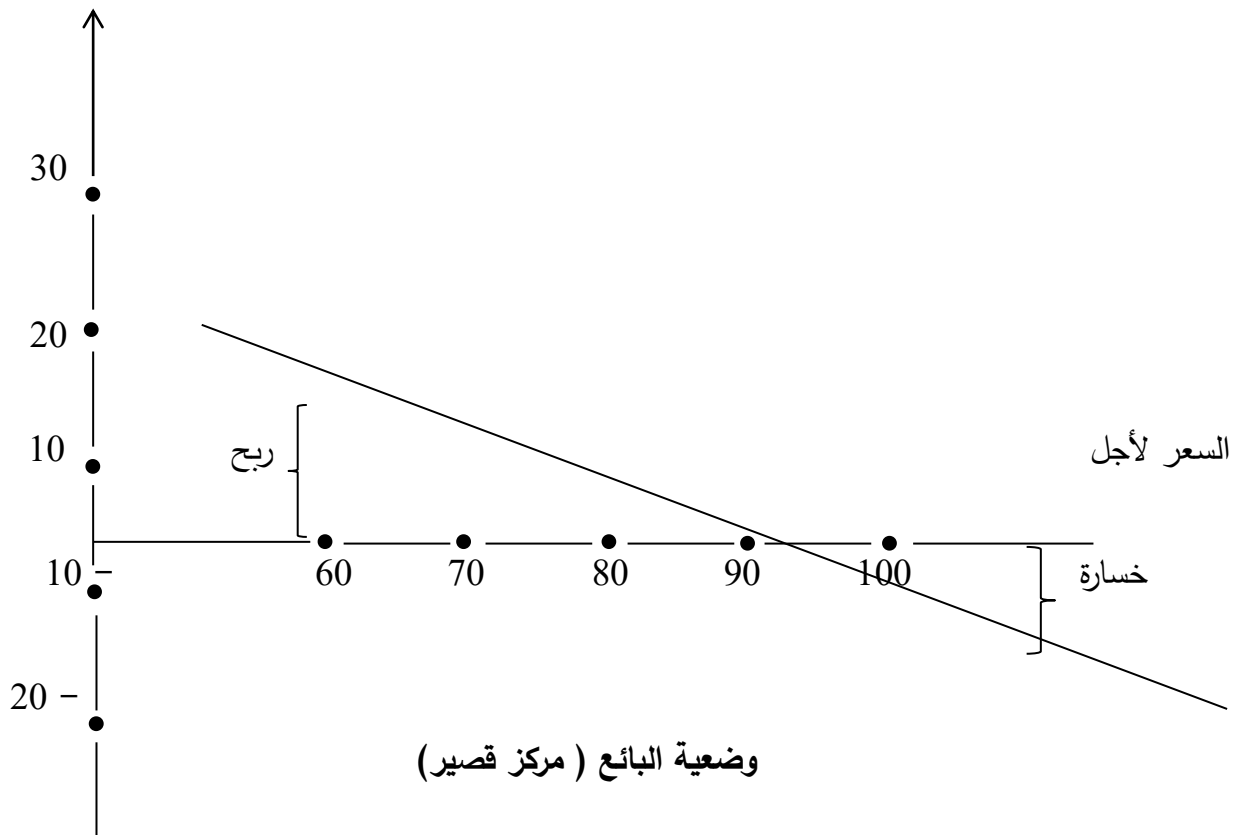
- الكمية المشتراة: 100 أونصة.

- تاريخ التسليم: بعد 06 أشهر.

إذا كان سعر الذهب بعد 06 أشهر كما يلي: 50 دولار، 60 دولار، 80 دولار، 90 دولار، 100 دولار. فما هي

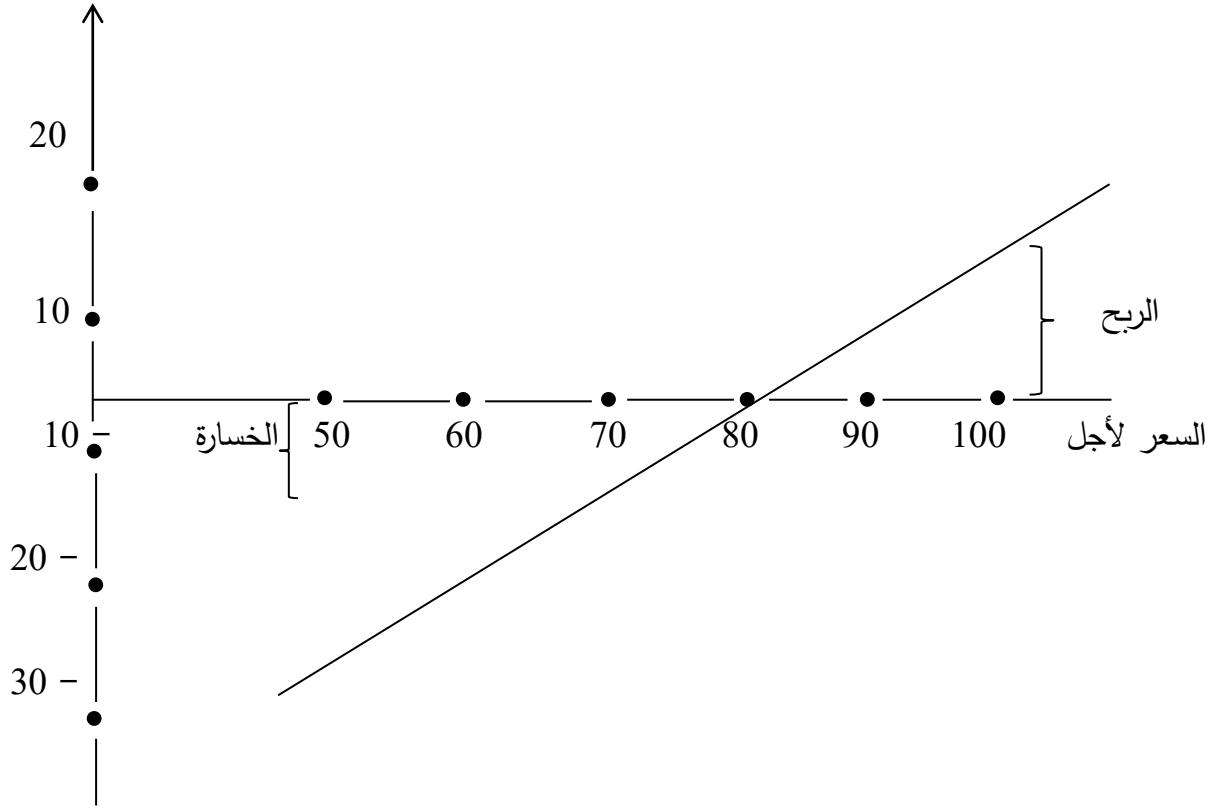
العوائد والخسائر

وضعية البائع والمشتري في كل حالة؟



حيث نلاحظ من خلال الرسم البياني بأنه كلما ارتفع السعر كلما زادت خسائر البائع، لأنه سيبيع بالسعر المنخفض كما هو منصوص في العقد الآجل، والعكس في حالة انخفاض السعر.

العوائد والخسائر



وضعية المشتري (مركز طويل)

حيث نلاحظ من خلال الرسم البياني بأنه كلما ارتفع السعر كلما زادت أرباح المشتري، لأنه سيشترى بالسعر المنخفض كما هو منصوص في العقد الآجل والعكس في حالة انخفاض السعر.

### المحور السابع: تطبيقات العقود المستقبلية.

أولاً: مفهوم العقود المستقبلية.

ثانياً: الهامش في العقود المستقبلية.

ثالثاً: التسوية اليومية وحساب الهامش.

رابعاً: مزايا التعامل بالعقود المستقبلية.

خامساً: الفرق ما بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

## المحور السابع: تطبيقات العقود المستقبلية.

### أولاً: مفهوم العقود المستقبلية:

#### التعريف 01:

" التزام قانوني متبادل بين طرفين، يفرض على احدهما أن يسلم الآخر ( أو يستلم منه) بواسطة طرف ثالث ( الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد"<sup>1</sup>.

#### التعريف 02:

" العقد المستقبلي هو اتفاق نمطي لتبادل سلع معينة من كميات معلومة وفي تواريخ استحقاق محددة، يتم التبادل بواسطة غرفة المقاصة التي تكون الوسيط بين طرفي العقد، وتتم التسوية على أساس فروق الأسعار ولا يوجد تسليم واستلام للسلعة محل التعاقد".

وبهذا المدلول ينشأ هذا العقد بين طرفين يكون أحدهما مشتري العقد والآخر بائعاً، أما الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد فيتراوح عادة بين الأصول الحقيقية مثل السلع، المعادن، العملات،... الخ، والأصول المالية كالأسهم والسندات، أو مؤشرات السوق المالي.

بالإضافة لطرفي العقد البائع والمشتري، يجب أن تحدد في العقد ستة عناصر رئيسية هي:

- تاريخ العقد.
- نوع الأصل محل التعاقد.
- تاريخ التسليم.
- الكمية.
- سعر التنفيذ أو سعر التسوية.
- مكان وطريقة التسليم.

من خلال التعاريف السابقة تتضح خصائص العقود المستقبلية، والتي نذكرها فيما يلي:

- العقود المستقبلية لها خاصية التسوية اليومية لفروقات الأسعار، وتتولى غرفة المقاصة مع وسيط كل طرف عملية التسوية اليومية، حتى تبقى الحسابات متوازنة.
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية وجود هامش مبدئي أو ما يسمى الأدنى الواجب إيداعه في الحساب لكل طرف لدى غرفة المقاصة، يعمل كضمان من الطرف لتنفيذ العقد، ويحدد الهامش ظروف السوق وسلوكيات المستثمر.
- تعمل غرفة المقاصة كبائع أو كمشتري دون منافسة للبائع والمشتري، وهي التي تقوم بالمعاملة لصالح الطرفين من خلال وسطائهما، فالطرفان لا يعرف بعضهما البعض، وعليه تقوم غرفة المقاصة بالتعامل مع

<sup>1</sup> - محمد مطر: إدارة الاستثمار: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان، دار وائل، ط 04، 2006، ص: 306.





- ( السعر السوقي - السعر المستقبلي) \* **حجم العقد**، والعكس إذا ارتفع السعر السوقي، وبناءا على حركة السعر يتم حساب الربح والخسارة فور إغلاق التعامل بالعقود في نهاية اليوم، ثم تضاف الربحية إلى رصيد العميل، في حين تخصم الخسارة من رصيد العميل، وإذا استمر العميل في تحقيق الخسائر المتتالية وانخفض رصيد العميل إلى حد هامش الأمان أو أقل منه يتم إشعار العميل بذلك فيما يسمى بإشعار الهامش، حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة إيداع ما يكفي من الأموال لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي، ويتم تحديد هامش الصيانة أو الوقاية من طرف بيت التسوية والتي عادة يتراوح ما بين 75% - 80% من الهامش المبدئي<sup>1</sup>.

في الحالات التي لا يرغب فيها طرف من الطرفين في العقد أن يستثمر في مركزه في العقد بسبب عدم توفر السيولة النقدية اللازمة للمحافظة على الحد الأدنى لهامش الوقاية أو لأي سبب آخر، فإن بيت التسوية أو السمسرة في هذه الحالة التي يكون فيها الطرف الذي قرر عدم الاستمرار في العقد يكون مركزه بائعا فإنه بموجب الصفقة المعاكسة يصبح مركزه بائعا في يوم الإقفال، وفي تلك الحالة في حالة تحقيق الخسارة من جراء تغيير المركز يتم خصم مقدار الخسارة من الهامش المبدئي المودع لدى بيت التسوية، وإن كان حقق ربحا يدفع له الباقي عن الصفقة والهامش المبدئي، والعكس إذا كان من يريد أن يتخلى عن العقد الذي مركزه طولا (مشتريا)، فإنه يقوم بالصفقة العكسية ليصبح مركزه قصيرا (بائعا).

#### رابعا: مزايا التعامل بالعقود المستقبلية:

توفر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها مزايا متعددة، لعل أهمها ميزتين هما<sup>2</sup>:

1- المضاربة باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي ( **leverage** ): إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود سواء كان مشتريا أو بائعا قيمة الهامش المطلوب ( والذي يساوي نسبة ضئيلة جدا من القيمة الإجمالية للعقد)، حتى يدخل السوق إما مستثمرا عاديا يسعى لتحقيق أرباح معقولة أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية. لكن من الضوابط التي تستخدم في أسواق العقود المستقبلية للحد من المغالاة في المضاربة، أن تقوم إدارة السوق بوضع مدى مسموح به يحدد الحد الأدنى والحد الأقصى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد بحيث لا يجوز تخطيها، حتى لو اقتضى الأمر وقف التعامل مع العقد. إضافة إلى الحد الأقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الواحد أن يمتلكها معا.

مثال: استخدام العقود المستقبلية لأغراض المضاربة:

<sup>1</sup> - قط سليم، مفاضلة الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة مقارنة - أطروحة دكتوراه، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، 2016، ص: 119.

<sup>2</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص: 307، 314.

نفترض أن مستثمرا في سوق المعادن يتوقع ارتفاع سعر أونصة الذهب عما هو عليه الآن ليصل إلى 300 دولار، وكان لديه مبلغا قدره 100 ألف دولار، يريد استثمارها في الذهب، وقد توفرت له المعلومات التالية:

- سعر أونصة الذهب في السوق الحاضرة 250 دولار.
  - سعر الاونصة في سوق العقود المستقبلية للذهب تسليم سنة من الآن 275 دولار.
  - الهامش المبدئي المطلوب دفعه للوسيط 8 % .
- هنا ولإظهار المزايا الممكن تحقيقها من التعامل بالعقود المستقبلية وكذلك المخاطر المصاحبة أيضا لذلك، نعالج هذا المثال في حالتين:
- الأولى:** لو قام باستثمار المبلغ في سوق الذهب الحاضرة.
- الثانية:** لو قام باستثمار المبلغ نفسه في سوق الذهب المستقبلية.
- وبقصد استكمال هذه الصورة دعنا نفترض سيناريوهين:
- السيناريو الأول:** تحقق توقعات المستثمر بارتفاع سعر الذهب في السوق الحاضرة 290 دولار للأونصة الواحدة وفي السوق المستقبلية إلى 300 دولار.
- السيناريو الثاني:** حدوث عكس ما توقع ( أي انخفاض سعر الذهب ) في السوق الحاضرة إلى 230 دولار، وفي السوق المستقبلية إلى 220 دولار للأونصة الواحدة.

**الحل:**

**الحالة الأولى:** شراء الذهب من السوق الحاضرة.

- بافتراض ارتفاع السعر الفوري للذهب في السوق الحاضر للذهب إلى 290 دولار للأونصة الواحدة.

$$\text{صافي الربح المحقق} = (290 * 250 / 100000) - 100000 = 16000 \text{ دولار.}$$

- بافتراض انخفاض السعر الفوري للذهب إلى 230 دولار

$$\text{صافي الخسارة المحققة} = (230 * 250 / 100000) - 100000 = (8000) \text{ دولار.}$$

العائد السالب على الاستثمار: - 8 %.

**الحالة الثانية:** شراء الذهب من سوق العقود المستقبلية.

- بافتراض ارتفاع السعر في سوق العقود المستقبلية إلى 300 دولار، حيث الهامش المبدئي المطلوب 8% فهذا يعني أن لكل أونصة من الذهب يشملها العقد، كما أنه على المستثمر أن يسلم للوسيط مبلغا قدره 20 دولار ( 8% \* 250 ) مما يعني أن قيمة العقود التي يمكنه شراؤها بما لديه من مال يعادل:

$$20 / 100000 = 5000 \text{ أونصة.}$$

وعلى هذا الأساس فإن:

$$\text{صافي الربح المحقق من العقود} = 5000 (300 - 275) = 125000 \text{ دولار.}$$

- ويكون العائد المحقق على الاستثمار = 125%.

أي ما يعادل تقريبا 8 أضعاف العائد الذي كان سيتحقق باستثمار المبلغ في سوق الذهب الحاضر.

• بافتراض انخفاض سعر الأونصة في سوق العقود المستقبلية إلى 220 دولار:

- صافي الخسارة المحققة =  $5000(275 - 220) = (275000)$  دولار.

- العائد السالب المحقق على الاستثمار = - 275% .

أي ما يعادل تقريبا 34 ضعفا من خسارته التي كان سيحققها لو استثمر المبلغ في سوق الذهب الحاضر، وهذا ما يؤكد مرة أخرى ارتفاع درجة المخاطرة المصاحبة للتعامل في سوق العقود.

1- التحوط: (Hedging): التحوط الهادف لتخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون

والتي تشمل عادة مايلي:

- مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

- مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.

- مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

- مخاطر تقلب أسعار السلع.

ويتم التحوط في سوق العقود المستقبلية إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه، وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد.

مثال: استخدام العقود المستقبلية لأغراض التحوط:

في 2005/1/1 تعاقدت شركة أمريكية متخصصة في بيع السيارات مع شركة مرسيدس الألمانية على استرداد صفقة من السيارات قدرت قيمتها بمبلغ 50 مليون مارك ألماني على أن تسدد قيمة الصفقة في 2005/6/30م، ويقصد التحوط من مخاطر ارتفاع سعر المارك مقابل الدولار عند استحقاق تسديد ثمن الصفقة أبرمت الشركة الأمريكية في نفس التاريخ في سوق العقود المستقبلية وبواسطة احد بيوت الوساطة 4 عقود مستقبلية لشراء المارك بقيمة اسمية قدرها 12.5 مليون مارك لكل عقد تساوي في مجملها قيمة الصفقة المتعاقد عليها أي 50 مليون مارك.

والآن نلاحظ دور العقود المستقبلية كأداة للتحوط من خلال الافتراضات التالية:

1- سعر المارك الفوري مقابل الدولار بتاريخ الصفقة 2005/1/1: 0.660 دولار/ مارك.

2- سعر التسوية المتفق عليه في العقد أي ( السعر الآجل ): 0.664 دولار/ لكل مارك.

3- سعر المارك مقابل الدولار بتاريخ استحقاق السداد 2005/06/30: 0.710 دولار/ لكل مارك.

الحل:

1- القيمة الإجمالية للصفقة بالدولار بتاريخ: 2005/1/1.

$$50 \text{ مليون} * 0.660 = 33 \text{ مليون دولار.}$$

2- تكلفة العقود المستقبلية المشتراة بالدولار حسب سعر التسوية الآجل:

$$4 * 12.5 * -0.664 = -33.2 \text{ مليون دولار.}$$

3- القيمة الإجمالية للصفقة بسعر صرف المارك الفعلي في 2005/6/30:

$$3 * 12.5 * 0.710 = 35.5 \text{ مليون دولار.}$$

في هذه الحالة ومع مراعاة أثر العمولة التي ستدفعها الشركة الأمريكية للوسيط، فإن دراسة الأرقام المشار أعلاه تظهر ما يلي:

1- أن الشركة بشراء العقود المستقبلية قد فضلت أن تدفع الآن 200 ألف دولار ( 33.2 - 33 ) مقابل تأمين نفسها من مخاطر ارتفاع كانت تتوقعه في سعر المارك مقابل الدولار يحدث بتاريخ استحقاق تسديد ثمن الصفقة وهو 2005/06/30.

2- وبسبب صحة توقعاتها التي تأكدت بالارتفاع الفعلي لسعر المارك ليصل إلى 0.710 دولار/ لكل مارك فإن الشركة قد حمت نفسها بفضل ذلك العقد المستقبلي من مخاطر كانت ستتحملها، وقدرها: 33 - 35.5 مليون دولار.

أو بمعنى آخر فإن تضحياتها بمبلغ 200 ألف دولار قد حماها من خسائر كانت ستتحملها لو لم تقم بالتحوط تعادل 2.5 مليون دولار. أي أن الشركة بلجوتها إلى التحوط تكون قد حققت وفرا صافيا في نفقاتها عما كانت ستتحمله لو لم تتحوط . قدره: 2.5 مليون - 0.200 مليون = 2.3 مليون دولار.

### خامسا: الفرق ما بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

أهم الفروقات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (7): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد:	عقود شخصية، يتم التفاوض فيه بين طرفي العقد على شروطها، بما يتفق مع رغباتها واحتياجات والتي قد لا تتفق مع غيرها.	عقود نمطية، إذ أن جميع بنود العقد عدا السعر والكمية هي بنود نمطية محددة من قبل إدارة السوق وليست محلا للتفاوض.
درجة الالتزام:	ليس لها سوق ثانوي، وهذا ما يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي الطرفين إلغاؤه دون خسائر.	لها سوق ثانوي، فيمكن التخلص منها في التاريخ الذي يريده طرف العقد.
تسوية العقود:	يظل سعر السلعة ثابت خلال فترة العقد، وعند استحقاقه تتم التسوية بين البائع والمشتري، فيدفع هذا الأخير المبلغ الإجمالي للبائع، ولا يتم مراقبة تحركات الأسعار يوميا، ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد ضرورة لهامش مبدئي.	تتم مراقبة الأسعار يوميا، إذ يعدل العقد كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات السلعة محل العقد، لذلك يترتب عن العقود المستقبلية تدفقات نقدية قصيرة الأجل، حيث يتطلب الأمر ايداع هامش من طرف كل من البائع والمشتري، وهذا الهامش يعكس التغيرات اليومية لسعر الأصل موضوع العقد، إذ يعدل حسب تغير سعر العقد وبشكل يومي لضمان المشاركة النهائية.
أطراف العقد:	تتم بين طرفين، البائع والمشتري.	تتم بين ثلاثة أطراف، البائع والمشتري، وغرفة المقاصة التي تكون وسيطا بينهما.

<p>لا يتم عادة إنهاء العقد بالتسليم.</p>	<p>يتم إنهاء العقد عادة بتسلم الأصل موضوع العقد.</p>	<p>تسليم الأصل محل التعاقد:</p>
<p>تتطوي على مخاطر ائتمان محدودة، بفضل وجود غرفة المقاصة، وكذا الهامش والتسوية اليومية.</p>	<p>يتعرض طرفي العقد الآجل لمخاطر الائتمان، تنتج عن إمكانية عدم قدرة أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته.</p>	<p>المخاطر:</p>
<p>تتمتع بسيولة أكبر، فيمكن لأي طرف تصفية موقفه في أي يوم شاء، إذ يمكن له أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان كمشتري في العقد يستطيع أن يصفى مركزه بالدخول في عقد مماثل والعكس صحيح، لأنها عقود نمطية ومحددة الشروط.</p>	<p>أقل سيولة، فلا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله، ويرضى بشروط العقد ويقبله الطرف الثاني.</p>	<p>السيولة:</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبية سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، الجزء الخامس، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص: 112 - 113.

## المحور الثامن: تطبيقات عقود الخيار.

أولاً: مفهوم عقود الخيار.

ثانياً: أنواع عقود الخيار.

ثالثاً: مزايا استخدامات عقود الخيار.

## المحور الثامن: تطبيقات عقود الخيار.

### أولاً: مفهوم عقود الخيار:

#### تعريف 01:

" يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني<sup>1</sup>.

#### تعريف 02:

" عقد الخيار هو عقد يبرم بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، ويعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة<sup>2</sup>.

ووفقاً للتعريف المشار إليها أعلاه تشمل عقود الخيار بالإضافة إلى طرفيه (المشتري والبائع) مجموعة من العناصر الأساسية هي:

- تاريخ العقد.
- نوع الأصل محل التعاقد.
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.
- سعر التنفيذ: أي السعر الذي بموجبه ستم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد.
- تاريخ التنفيذ (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو الفترة الزمنية التي يسرى خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي).
- قيمة العلاوة أو المكافأة التي يتوجب على مشتري الخيار دفعها لمحرر الخيار، وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل: القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، أسعار الفائدة السائدة.

<sup>1</sup> - محمد مطر: مرجع سبق ذكره، ص: 298.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الإسكندرية، 2002، ص: 07.



## • خصائص عقود الخيار:

- تتمتع عقود الخيار بمجموعة من الخصائص نذكرها كما يلي<sup>1</sup>:
- تدفع العلاوة في عقد الخيار مقابل التمتع بحق الاختيار ما بين التنفيذ وعدم التنفيذ، وبالتالي فعقد الخيار هو ملزم للطرف الذي قبض العلاوة، وحق للطرف الذي دفعها، فالعلاوة هي ثمن التمتع بحق الاختيار بين تنفيذ الصفقة وعدم تنفيذها، بغض النظر عن ظروف السوق.
- عقود الخيار هي عقود نمطية لا يمكن تغييرها، حيث يتفق الطرفين على بنود العقد في نماذج محددة دون القدرة على تغيير تلك النماذج، هاته النمطية في عقود الخيار تشمل حجم العقد وسعر الممارسة وثمان الخيار العلاوة... الخ، والهدف من النمطية في عقود الخيار هو التبسيط وسعر التنفيذ والتكلفة الأقل.
- يحق لحامل العقد (صاحب الحق) إعادة بيعه للغير في البورصة، وفق العرض والطلب في البورصة، وعليه فعقود الخيار قابلة للتداول مرات ومرات، مع مراعاة حدود السعر والتاريخ المتبقي لاستحقاقها.
- تتميز عقود الخيار بأنها تركز على تجميع الرفع المالي في قاعدة الأصول لمشتري الحق، فثمان العلاوة لا يمثل إلا ثمن ضئيل مقارنة بحجم الصفقة، وعليه فمشتري الحق يمكنه الدخول في صفقات عديدة وكبيرة الحجم ولا يملك إلا ثمن الخيار في البداية.

## ثانيا: أنواع عقود الخيار:

وفقا لطبيعة وشروط العقد تنقسم الخيارات إلى عدت أنواع، حسب معيار تقسيم كل نوع، كما يلي:

## 1- معيار ملكية الأصل:

تنقسم عقود الخيار حسب معيار ملكية الأصل إلى نوعين، هما<sup>2</sup>:

## 1-1 عقد الخيار المغطى:

يكون عقد الخيار مغطى عندما يكون الأصل محل التعاقد مملوكا فعلا، وموجودا عند إبرام العقد، فتغطية عقد الخيار يقصد به أن الأصل موضوع العقد مملوك وموجود فعلا عند إبرام العقد.

## 2-1 عقد الخيار غير المغطى:

يكون عقد الخيار مغطى عندما يكون الأصل محل التعاقد غير مملوكا فعلا، وغير موجود عند إبرام العقد، فعدم تغطية عقد الخيار يقصد به أن الأصل موضوع العقد غير مملوك وغير موجود فعلا عند إبرام العقد.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: الجزء الثالث: عقود الخيار، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2007، ص ص 58-59.

<sup>2</sup> - محمد هاني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 69-70.

## 2- معيار تاريخ الاستحقاق لتنفيذ العقد:

تنقسم عقود الخيار حسب معيار تاريخ الاستحقاق لتنفيذ العقد إلى نوعين، هما<sup>1</sup>:

### 1-2 عقد الخيار الأمريكي:

الذي يتيح للمستثمر الحق في شراء أو بيع كمية محددة من موجود أساسي بسعر متفق عليه مقدما إلا أن تنفيذ هذا العقد يكون في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لإنهائها.

### 2-2 عقد الخيار الأوروبي:

يشبه الخيار الأمريكي إلا أنه غير قابل للتنفيذ إلا في يوم انتهاء صلاحية الخيار.

### 3- معيار طبيعة الصفقة:

تنقسم عقود الخيار وفق معيار طبيعة الصفقة إلى نوعين، هما<sup>2</sup>:

### 1-3 عقد خيار الشراء:

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي لطرف الأول أي للمشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينة بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

و بالمفهوم أعلاه لخيار الشراء يكون محرر الخيار ملزما ببيع الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يضمنها، وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

ونميز في عقد خيار الشراء نوعان:

3-1-1 شراء خيار الشراء : وهو قيام المضارب بدفع علاوة، مقابل التمتع بحق شراء/أو عدم شراء أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

3-1-2 بيع خيار الشراء : وهو قيام المستثمر بقبض علاوة، مقابل الالتزام ببيع أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

### 2-3 عقد خيار البيع:

يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول أي البائع الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينة بكمية معينة وبسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

ونميز هنا نوعين من عقد خيار البيع:

### 1-2-3 شراء خيار البيع :

<sup>1</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلات، الخيار، المبادلات، عمان، ط1، 2009، ص : 201.

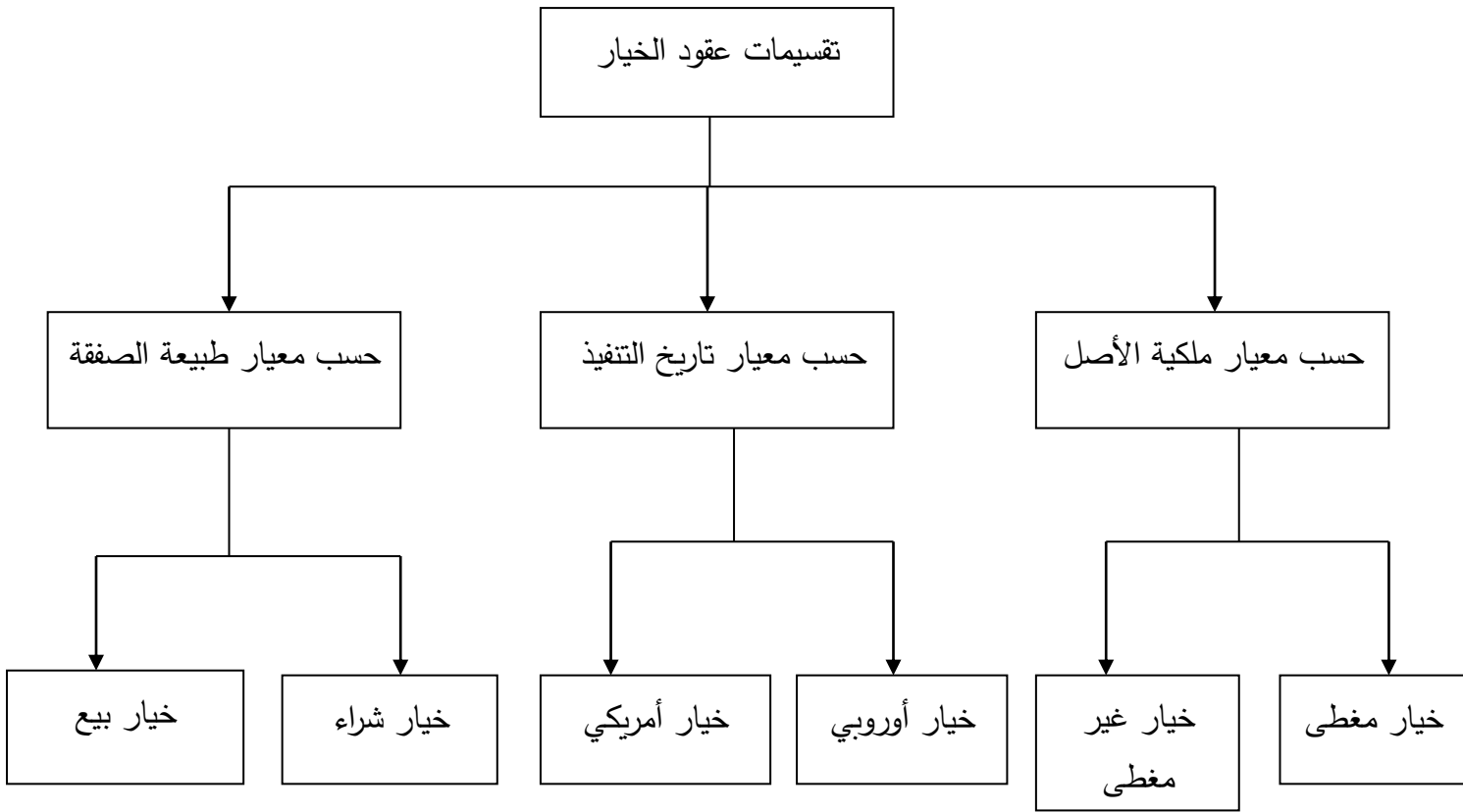
<sup>2</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 299-300.

وهو قيام المستثمر بدفع علاوة، مقابل التمتع بحق بيع/أو عدم بيع أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

### 2-2-3 بيع خيار البيع :

وهو قيام المضارب بقبض علاوة، مقابل الالتزام بشراء أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

الشكل رقم (04): تقسيمات عقود الخيار حسب معيار الملكية وتاريخ التنفيذ و طبيعة الصفقة.



المصدر: من إعداد الأستاذ.

### ثالثا: مزايا استخدامات عقود الخيار.

توفر عقود الخيار للمستثمرين نوعين من المزايا هما<sup>1</sup>:

**1- المضاربة:** وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في البورصة، فالطرف الأول من العقد أي مشتري الخيار يتمكن عن طريق دفع العلاوة التي لا تمثل عادة سوى نسبة ضئيلة جدا من القيمة الإجمالية للعقد من المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمار، كما يمكن للطرف الآخر من العقد أي محرر الخيار من المضاربة عن طريق استغلال الرفع المالي بدفع هامش ضئيل نسبيا لبيت السمسرة الذي يقوم بدور الوسيط ذلك لتأمين الوفاء بالتزامه لمشتري الخيار.

ويلجأ المستثمرين عادة إلى المضاربة في سوق الخيارات عندما يتوقعون ارتفاع أسعار السلع الأساسية فيدخلون البورصة كمشتريين للخيارات، وإذا ما تحققت توقعاتهم بارتفاع أسعار تلك السلع تتوفر أمامهم فرص كبيرة لجني أرباح طائلة، أما إذا لم تتحقق تلك التوقعات فتكون خسائرهم محدودة فقط بعلاوة الخيار التي تكون عادة ضئيلة نسبيا.

**مثال: استخدام الخيارات لأغراض المضاربة ( خيار شراء):**

في 2005/1/1 اشترى مستثمر عقد خيار شراء بالشروط التالية:

- عدد الأسهم المشمولة بالعقد 200 سهم.
- سعر التنفيذ 30 دولار/ للسهم.
- تاريخ التنفيذ 2005/03/31.
- العلاوة 3 دولار/ سهم.

#### المطلوب:

بين موقف المستثمر وفق السيناريوهين التاليين:

- 1- ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى 50 دولار.
- 2- انخفاض السعر السوقي للسهم إلى 35 دولار.

#### • السيناريو الأول:

ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ 2005/03/31 إلى 50 دولار، حيث أن السعر السوقي للسهم يتجاوز سعر التنفيذ، إذن يكون من مصلحة المستثمر أن يمارس حقه في العقد بأن يطلب من محرر الخيار إما تقديم 200 سهم له بسعر يعادل سعر التنفيذ وهو 40 دولار، ليقوم بعد ذلك ببيعها في السوق المالي الحاضر بمبلغ 50 دولار للسهم. أو أن يقوم عوضا عن ذلك وهو الأكثر شيوعا بطلب إجراء تسوية نقدية مع محرر الخيار وذلك عن طريق الوسيط ( السمسار) وفي هذه الحالة تتم تسوية المستثمر مشتري الخيار على النحو التالي:

$$\text{- ربحية المستثمر} = 200(50 - 40 - 3) = 1400 \text{ دولار.}$$

<sup>1</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 300-306.

وستكون قيمة الخسارة التي يحق بالطرف الثاني وهو محرر الخيار مساوية تماما للربح الذي حققه الطرف الأول مشتري الخيار أي 1400 دولار.

#### • السيناريو الثاني:

- انخفاض السعر السوقي للسهم إلى 35 دولار. حيث السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ أقل من سعر التنفيذ.

فليس من مصلحة مشتري الخيار (المستثمر) أن يمارس حقه في تنفيذ عقد الخيار، بل من مصلحته أن يقوم في هذه الحالة بشراء الأسهم إذا ما رغب في اقتنائها من السوق الحاضرة، وعلى هذا الأساس عليه الامتناع عن تنفيذ عقد الخيار والاكتفاء بالتضحية بالعلوّة التي كان قد دفعها للوسيط. وعلى هذا الأساس تكون النتيجة، صافي خسارة تعادل العلوّة المدفوعة =  $(200 * 3) = 600$  دولار.

بينما سيحقق محرر الخيار بالمقابل صافي ربح بنفس المقدار أي: 600 دولار، ممثلاً بقيمة العلوّة غير المستردة، التي سبق وأن حصل عليها من مشتري الخيار.

يجدر الذكر هنا بملاحظات ثلاث هامة هي:

- أن ممارسة الحق في تنفيذ الخيار من عدمه تبقى دائماً من حق المشتري للخيار فقط.
- وأن مشتري الخيار سيدفع لمحرر الخيار وفي جميع الأحوال قيمة العلوّة بغض النظر عن تنفيذ الخيار أو عدمه.
- إن ما يحققه المشتري من ربح أو خسارة يقابله تماماً خسارة أو ربح بنفس المقدار يحققها محرر الخيار.

## 2-التحوط:

يمكن استخدام الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق المالية، فإذا كان لدى أحد المستثمرين مثلاً محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار الأسهم التي يمتلكها، ما عليه في هذه الحالة سوى اللجوء إلى سوق الخيارات ليقوم بشراء خيار بيع بموجب العقد. وبذلك يضمن عدم تجاوز الخسارة المتوقعة حداً معيناً يتمثل عادة بالفرق بين السعر السوقي للسهم بتاريخ العقد وسعر التنفيذ المحدد حسب شروط العقد.

وبمقابل المزايا التي يحققها المضارب في الخيارات فإنه يتحمل درجة عالية من المخاطرة مع مراعاة أن القسط الأكبر من هذه المخاطرة مع مراعاة أن القسط الأكبر من هذه المخاطرة يقع على كاهل محرر الخيار، لأن مشتري الخيار يحدد سلفاً مقدار الخسارة التي على استعداد لتحملها والمتمثلة بقيمة العلوّة التي يدفعها لمحرر الخيار.

مثال: استخدام عقود الخيار لأغراض التحوط (خيار البيع).

لأحد المستثمرين محفظة أوراق مالية بها 500 سهم، وتخوف من هبوط حاد في السعر السوقي للسهم عن السعر الجاري وهو 70 دولار، اشترى بواسطة أحد السماسرة عددا من عقود خيار بيع بالشروط التالية:

- عدد الأسهم المشمولة بعقود الخيار 500 سهم.
- تاريخ التنفيذ 2005/02/30.
- سعر التنفيذ 75 دولار.
- المكافأة أو العلاوة 2 دولار/سهم.

**المطلوب:**

بين موقف المستثمر وفق السيناريوهات التالية:

- 1- ارتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 73 دولار.
- 2- هبوط السعر السوقي بتاريخ التنفيذ إلى 66 دولار.
- 3- هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 50 دولار.

• السيناريو الأول: ارتفاع السعر للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 73 دولار:

وفق هذا السيناريو سارت الأمور على عكس توقعات المستثمر فارتفع السعر السوقي للسهم بدلا من هبوطه كما كان يتوقع، حيث أن السوقي بدلا من هبوطه كما كان يتوقع، أصبح السعر السوقي للسهم 73 دولار أكبر من سعر التنفيذ فمن مصلحته حينئذ أن يمارس حقه في تنفيذ العقد بالتضحية بقيمة العلاوة المدفوعة لمحرم الخيار وقدرها:

$$500 * 2 = 1000 \text{ دولار.}$$

أما بالنسبة لأسهم المحفظة فمصيورها رهن رغبة المستثمر، وذلك بالاحتفاظ بها أو بيعها في السوق الحاضر بالسعر الجاري حينئذ، وقدره: 73 دولار لكل سهم.

• السيناريو الثاني: هبوط السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 66 دولار.

هنا أيضا ومع أن سعر السهم السوقي هبط مثلما توقع المستثمر فان هبوطه لم يكن بالقدر الذي يجعله يطلب ممارسة حقه في تنفيذ العقد، لأنه حتى وإن كان في تاريخ التنفيذ راغبا في التخلص من أسهم المحفظة فمن مصلحته حينئذ أن يبيعها في السوق الحاضر بسعر 66 دولار بدلا من أن يبيعها لمحرم الخيار بسعر التنفيذ وقدره: 65 دولار.

لذا عليه هنا التضحية بقيمة العلاوة المدفوعة للمحرم والتي قدرها:  $500 * 2 = 1000$  دولار.

• السيناريو الثالث: هبوط سعر السهم بتاريخ التنفيذ إلى 50 دولار.

في هذه الحالة وحيث أن هبوط السعر كان حادا نسبيا، ستظهر ميزة التحوط التي كان يسعى إليها المستثمر أصلا من عقد خيار البيع، فحيث أن السعر السوقي للسهم في هبوطه تجاوز كثيرا سعر

التنفيذ، لذا فإن من مصلحة المستثمر حينئذ أن يمارس حقه في تنفيذ عقد الخيار، وذلك بإلزام محرر الخيار بشراء ما لديه من أسهم وفق سعر التنفيذ المحدد في العقد وهو: 60 دولار.  
وحيث يفترض به أن يقوم بتسليم محرر الخيار ما لديه من أسهم والتي قدرها: 500 سهم. لتكون نتيجة العملية كما يلي:

- الخسارة المحققة من امتلاك الأسهم:  $500 (70 - 65) = 2500$  دولار.
- العلاوة المدفوعة لمحرر الخيار:  $2 * 500 = 1000$  دولار.
- إجمالي الخسارة:  $2500 + 1000 = 3500$  دولار.

نلاحظ هنا أن عقد الخيار قد خفض إلى حد كبير الخسارة التي كان سيتحملها المستثمر فيما لو لم يتم شراء عقد خيار البيع، وقام عوضا عن ذلك مضطرا ببيع الأسهم في السوق الحاضرة، فحينئذ ستكون خسارته الفعلية كما يلي:  $500 (70 - 50) = 10000$  دولار).

وهذا يعني أن التحوط بواسطة خيار البيع قد خفض خسارته بما يعادل 6500 دولار، أي بنسبة: 65%.

والجدول التالي يوضح الفروق بين الأنواع الثلاث السابقة للمشتقات المالية:

الجدول رقم: مقارنة بين العقود الآجلة وعقود الخيار والعقود المستقبلية.

درجة المقارنة	العقود الآجلة	عقود الخيارات	العقود المستقبلية
ماهيتها	عقود شخصية العلاقة بين الطرفين شخصية يتفاوض الطرفين على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرهما.	عقود خيارية بالنسبة لمشتري عقد الخيار أي يكون لها الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزم لمصدره.	عقود نمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلا للتفاوض بما يجعلها عقود غير شخصية العلاقة بين الطرفين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين.
درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوية الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه دون خسائر فهي تنطوي على مخاطرة	ليس لها سوق ثانوية.	لها سوق ثانوية يمكن لأي من الطرفين أفعال مركزه في التاريخ المرغوب.

		عدم القدرة على التسليم ومخاطرة حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل.	
مدى التعرض للخسارة	تقتصر خسائر المشتري على قيمة العلاوة فقط ولا يحق لمشتري الخيار استرداد قيمة العلاوة حتى في حال تنفيذ المشتري للعقد.	تحدد خسائر الطرفين وفقا لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر.	
استخدامها	على الرغم من أنها تستخدم كوسيلة للتغطية ضد مخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد ألا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضا.	لا يجد المضاربون مكان في سوق العقود الأجل.	
يوجد المضاربون في هذه السوق الفرصة لتحقيق الأرباح.			

المصدر: من إعداد الأستاذ.



## المحور التاسع: تطبيقات عقود المبادلة.

أولاً: تعريف عقود المبادلة.

ثانياً: أنواع عقود المبادلة.

## المحور التاسع: تطبيقات عقود المبادلة.

### أولاً: تعريف عقود المبادلة.

- **تعريفها:** "اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو مقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول"<sup>1</sup>.
- وبهذا التعريف تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:

- طرفي العقد.
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة.
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه.
- مد سريان العقد.
- **الغرض من استخدام عقود المبادلة:** يتم اللجوء إلى استخدام عقود المبادلة عندما<sup>2</sup>:
- يكون هناك صعوبة في الاقتراض بالعملات القيادية، وبالتالي فإن عقد المبادلة يوفر الأموال بالعملات المطلوبة، دون اللجوء إلى الاقتراض.
- عندما يكون هناك خطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الصرف، وبالتالي يوفر عقد المبادلة أداة تغطية وتحوط للمخاطر مستقبلاً.
- ما تمتاز به عقود المبادلات أنه لا يتم تبادل الأصل، أو حتى الاتفاق على الأصل، وإنما يكون الاتفاق على تبادل ما ينتجه الأصل فقط وليس الأصل في حد ذاته.
- تهدف عقود المبادلة إلى تخفيض تكلفة التمويل، فعندما يتم تبادل العوائد الناتجة عن توظيف الأصل بالعملات القيادية غير الموجودة لدى المستثمر، فإنه يحقق ربحاً من العملية تمكنه من تغطية التكاليف للتمويل.
- تمكن عقود المبادلة المستثمر إلى الدخول إلى الاستثمار في أسواق جديدة، دون أن يكون لديه رأس مال بالعملات القيادية الأخرى، وإنما مجرد اتفاق يمكنه من الدخول لتلك الأسواق وتحقيق العوائد المالية منها.
- تعد عقود المبادلات من العقود المستحدثة، التي تمكن من التحوط وتقليل التكلفة، وفتح الفرص الاستثمارية وزيادة قوة الرفع المالي.

<sup>1</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 316.

<sup>2</sup> - محمد هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

**ثانياً: أنواع عقود المبادلة:**

تسري عقود المقايضة على عدة أدوات إلا أن أهمها عقود مبادلة العملات وأسعار الفائدة:

**أ- عقود مبادلة العملات:**

تتمثل عملية المبادلة ( المقايضة) بين عملتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة (س) مثلاً وبيع الأخرى ولتكن العملة (ص) على أساس السعر الآني أو الفوري لكل منهما وفي الوقت نفسه إعادة بيع العملة الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المتبادلة (السعر الآجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

**\* أغراض التعامل بعقود مبادلة العملات:**

يلجأ المتعاملون إلى عقود مبادلات العملات، لتحقيق جملة من الأغراض، من أبرزها<sup>1</sup>:

- تأمين احتياج المتعامل من العملات الأجنبية، مع تخفيض تكلفة التمويل، والاحتياط لتقلب سعر الصرف في المستقبل في غير صالح المتعامل.
- يلجأ إليها بعض المتعاملين لأغراض استثمارية، وذلك بإبرام عقد مبادلة لمدة سنة، يقوم فيه بشراء عملة مرتفعة بعملة ذات فائدة أقل، حيث يقوم بإيداع العملة المشتراه في أحد المصارف بفائدة تغطي تكلفة إعادة الشراء الذي يتضمنه عقد المبادلة.
- المضاربة، وذلك بإبرام عقد مبادلة لغرض الاستفادة من تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة عليها.

**مثال:**

إذا كان السعر الآني أو الفوري للدولار الأمريكي مقابل المارك الألماني هو: 1 دولار = 1.7890 مارك، وكان الهامش التبادلي لمدة شهر مثلاً هو: - 36/35 فهذا يعني أن البنك معطي السعر سيكون بإمكانه:

1- بيع الدولار آنيا بسعر 1.7860 مارك وإعادة شرائه بسعر آجل يساوي: 1.7890 - 0.0036 = 1.7824 مارك.

2- أو شراء الدولار آنيا بسعر 1.7860 مارك وإعادة بيعه بسعر آجل يساوي: 1.7860 - 0.0035 = 1.7865 مارك.

تستخدم البنوك المزايا التي توفرها عقود المبادلة بشكل واسع عندما تلوح في الأفق مؤشرات لتقلبات حادة في أسعار صرف العملات. إذ تلجأ إلى هذه البنوك عن طريق شراء احتياجاتها التمويلية من أسواق النقد بعملة معينة تناسبها، وبموجب أسعار الصرف الفورية لتقوم في الوقت نفسه بالدخول طرفاً في عقد بيع مستقبلي، وبذلك تتخفف من مخاطر التقلب الحاد الذي قد يحدث في سعر صرف تلك العملة.

<sup>1</sup> - مروان عطوان، العملات الأجنبية والتمويل النظرية و التطبيق، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 1999، ص: 156.

كما تخدم عقود المبادلة المستثمرين من زاوية أخرى، إذ توفر للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها. وتتخذ عقود مبادلة العملات شكلين:

**الأول: عقود مقايضة متوسط أو طويلة الأجل:** تحدث في أسواق رأس المال يطلق عليها مصطلح مبادلات رأسمالية، يغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من أغراض المضاربة.

**الثاني: عقود المبادلة قصيرة الأجل:** والتي تحدث عادة في أسواق النقد، ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

**مثال:**

إذا كان سعر الصرف الفوري للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي والمتفق عليه في عقد المقايضة هو: 1.6545 - 1.660 وكانت أسعار الفائدة المصرفية السائدة لكل من الجنيه الإسترليني والدولار ولمدة 3 شهور كما يلي:

الدولار	الجنيه
إيداع %0.75	%8.5
اقتراض %0.90	%7.6

#### المطلوب:

- تحديد الهامش التبادلي.
- سعر الشراء والبيع الآجلين للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي.

#### الحل:

- الهامش التبادلي/ شراء =  $1.7545 * (7.6 - 5.75) / 100 * 360 / 90 = 0.0076$
  - إذن السعر الآجل/ الشراء =  $1.6545 - 0.0076 = 1.6473$  دولار/ جنيه.
  - الهامش التبادلي/ بيع =  $1.660 * (5.95 - 7.5) / 100 * 360 / 90 = -0.0064$
  - إذن السعر الآجل/ شراء =  $1.6545 - 0.0076 = 1.6473$  دولار/ جنيه.
  - إذن السعر الآجل / بيع =  $1.660 - 0.0064 = 1.6536$  دولار/ جنيه.
- ومدلول ما سبق ما يلي:

1- بموجب عقد المبادلة يمكن للبنك أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني وهو: 1.6545 دولار/ جنيه، ليعيد بيعه في الوقت نفسه تسليم 3 شهر إلى العميل بسعر البيع الآجل وقدره: 1.6536 دولار/ جنيه.

2- كما أن البنك بإمكان البنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني وهو: 1.660 دولار/ جنيه. ليعيد في الوقت نفسه شراءه من العميل تسليم 3 شهور بسعر الشراء الآجل وقدره: 1.6473 دولار/ جنيه.

**ب- عقود مبادلة أسعار الفائدة:**

تعرف عقود مبادلة أسعار الفائدة بأنها العمليات التي يتم بموجبها الاتفاق بين طرفين على مقايضة معدلات عائد متغيرة بمعدلات عائد ثابتة، على مبلغ محدد بعملة معينة، ( دون أن يقترن ذلك - بالضرورة - بتبادل هذا المبلغ)<sup>1</sup>.

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال، وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية. والهدف الرئيسي من استخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية.

**\* أغراض التعامل بعقود مبادلة أسعار الفائدة:**

يذكر المختصون في الشؤون المالية أغراضا عدة تدفع المتعاملين إلى إبرام هذه العقود، نذكر منها ما يلي<sup>2</sup>:

- تخفيض تكلفة التمويل:

تتمتع بعض الجهات بملاءة مالية تمكنها من الوصول على الأموال اللازمة لها بشروط تمويلية أفضل من غيرها، حيث تحصل على القروض التي تحتاجها بسعر فائدة منخفض، ومع ذلك فقد تجد مؤسسة ما ذات سمعة جيدة أن دخولها في عقد مبادلة مع مؤسسة أقل ملاءة منها، يحقق لها وفرا أكثر، مع ما في ذلك من تمكين هذه المؤسسة الأقل ملاءة من الحصول على المال اللازم بتكلفة أقل مما لو دخلت السوق لوحدها لغرض الاقتراض.

**- الاحتياط لتغير أسعار الفائدة:**

يقوم الاقتصاد الرأسمالي على الربا، حيث تعتبر الفائدة على الإقراض والاقتراض عموده الفقري، وشريانه النابض، فوظيفة المصارف الأولى المتاجرة في النقود، تقتض بفايدة، وتقرض بفايدة أعلى، لتربح الفارق، والشركات تقتض ما تحتاجه بفايدة، وتودع ما فاض عنها بفايدة، والمؤسسات المالية تعمل على تجميع الأموال

بفايدة، وتستثمرها في السندات وغيرها بفايدة، ولذلك لا عجب أن يكون الخوف من التغير في اتجاه أسعار الفائدة في غير صالح المقرضين والمقترضين هو المسطر على هؤلاء، يتوقعونه في كل حين، يقدرّون الاحتمالات، ويرسمون الخطط، ويبتكرون شتى الأساليب في محاولة للتخفيف من آثارها.

وتأتي عقود المبادلات حلقة في سلسلة تلك الابتكارات، التي تهدف إلى أخذ الحيطة لما قد يترتب على تغير سعر الفائدة بالانخفاض أو الارتفاع، من آثار تذهب بما تخطط له تلك الشركات من أرباح، أو توقعات في الخسارة.

<sup>1</sup> - محمد محمود حبش، الأسواق المالية وأدواتها المشتقة، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ط1، 1998، ص: 276.

<sup>2</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمار مرجع سبق ذكره، ص: 289، 291.

## - المضاربة:

المضاربة - كما سبق- تعني الإقدام على إبرام العقد بقصد الاستفادة من فروق الأسعار، وهي أحد الأغراض التي تدفع بعض المتعاملين إلى إبرام عقود مبادلة أسعار الفائدة، أي أن بعض أولئك ليسوا مقرضين سابقين، ولا مقترضين يدفعهم إلى هذا العقد الرغبة في الاحتياط، وإنما الباعث لهم مجرد الأمل أن تتحرك أسعار الفائدة في الاتجاه الذي يتوقعونه، من انخفاض أو ارتفاع، بحيث يربحون - عند ذلك- الفرق من انخفاض الفائدة الثابت المتفق عليه في العقد، وبين سعر الفائدة السائد في تاريخ التسوية.

## مثال:

شركتان ( س، ص ) الأولى تصنيفها ( AAA ) والثانية تصنيفها ( B )، ترغب الأولى ( س ) في الحصول على قرض قصير الأجل بفائدة متغيرة، بينما ترغب الثانية ( ص ) في الحصول على قرض طويل الأجل لمدة 4 سنوات بفائدة ثابتة، وفي ما يلي معلومات عن أسعار الفائدة المتاحة أمام كل منها للاقتراض من السوق النقدي.

بالتدقيق في جدول أسعار الفائدة أعلاه يكون للشركة س أفضلية عن الشركة (ص) في الاقتراض سواء كان القرض قصير الأجل أو طويل الأجل وبفرق قدره: 2%، 0.5% على التوالي.

لذا سيكون من مصلحة كل من الشركتين الدخول في عقد مقايضة لأسعار الفائدة حسب السيناريو

الفرق	الشركة ( ص ) ( B )	الشركة ( س ) ( AAA )	
2%	11%	9%	قرض طويل الأجل 4 سنوات
0.5%	1%	0.5%	قرض قصير الأجل

## التالي:

1- تقوم الشركة س بالاقتراض طويل الأجل بسعر فائدة 9% في الوقت نفسه تقترض الشركة (ص) بسعر فائدة ثابت 10%.

2- تقوم الشركة ص بالاقتراض قصير الأجل بسعر فائدة متغير ( +1% )، وذلك بمراعاة أن المبادلة بين الشركتين هنا تتم على أسعار الفائدة فقط.

والميزة التي تتحقق من عقد مبادلة أسعار الفائدة تتمثل في تخفيض تكلفة الاقتراض كما يتضح مما يلي:

## \* تكلفة التمويل بالنسبة للشركة س:

الفائدة المدفوعة على الاقتراض طويل الأجل: 9%.

يطرح منه الفائدة المقبوضة على الإقراض طويل الأجل للشركة (ص): 10%.

يضاف إليه الفائدة المدفوعة على الاقتراض قصير الأجل من الشركة (ص): +0.5% - 0.5%.

## \* تكلفة التمويل بالنسبة للشركة (ص):

الفائدة المدفوعة عن الاقتراض قصير الأجل من السوق النقدي: + 1%.

الفائدة المقبوضة عن الإقراض قصير الأجل للشركة (ص): + 0.5%.

الفائدة المدفوعة عن الاقتراض طويل الأجل للشركة (س): (10).

يتضح مما سبق ما يلي:

- لا يترتب على عقد مقايضة أسعار الفائدة أي أثر على التزام كل من الشركتين عن المبلغ الأساسي للقرض، وإنما ينحصر أثره فقط على مبادلة معدلات الفائدة إذ ينتقل للشركة (س) عبء دفع الفائدة المتغيرة للقرض قصير الأجل وبمعدل أقل بنسبة 0.5% عن سعر الفائدة السائد في السوق النقدي.
- بالمقابل يترتب على العقد أيضا أن تتمكن الشركة (ص) من تخفيض تكلفة تمويلها عن معدلات الفائدة السائدة عن القروض طويلة الأجل وهي 11% فتدفع فقط 10.5%.

المحور العاشر: المقاصة والتسوية.

أولاً: المقاصة.

ثانياً: بيت التسوية.



## المحور العاشر: المقاصة والتسوية.

### أولاً: المقاصة:

غرفة المقاصة هي حجر الزاوية في أسواق العقود الآجلة والقطعة الأساسية لضمان حسن سير المعاملات وأمنها، وغرفة المقاصة هي مؤسسة تمثل في الواقع المصالح المختلفة للمجتمع المالي العامل في أسواق العقود، يجمع بين البنوك من الدرجة الأولى ومن شركات الوساطة الكبرى، وأهم المستغلين الذين يدخلون في أسواق العقود الآجلة في البورصة، يتم تنفيذ هذه الوظيفة من قبل البنك المركزي للتعويضات الذي يجمع حول الطاولات التي يمكن العثور عليها في الساحة مقابل السلع الخفيفة، يتم توفير التعويض من قبل غرفة تبادل السلع الدولية. تتم عملية المقاصة بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعتبر سمسار العميل أحد أعضائها، ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيدا لتسويتها بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية، ويترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان السمسار مستلما أو مسلما للسلعة محل التعامل، بعد مراعاة حجم الصفقة وتحديد المبالغ النقدية المترتبة على الصفقات، بالنسبة لجميع السماسرة الأعضاء في شركة المقاصة، وقد تتم المقاصة بواسطة شركة أو نظام تابع للبورصة نفسها<sup>1</sup>.

### ثانياً: بيت التسوية:

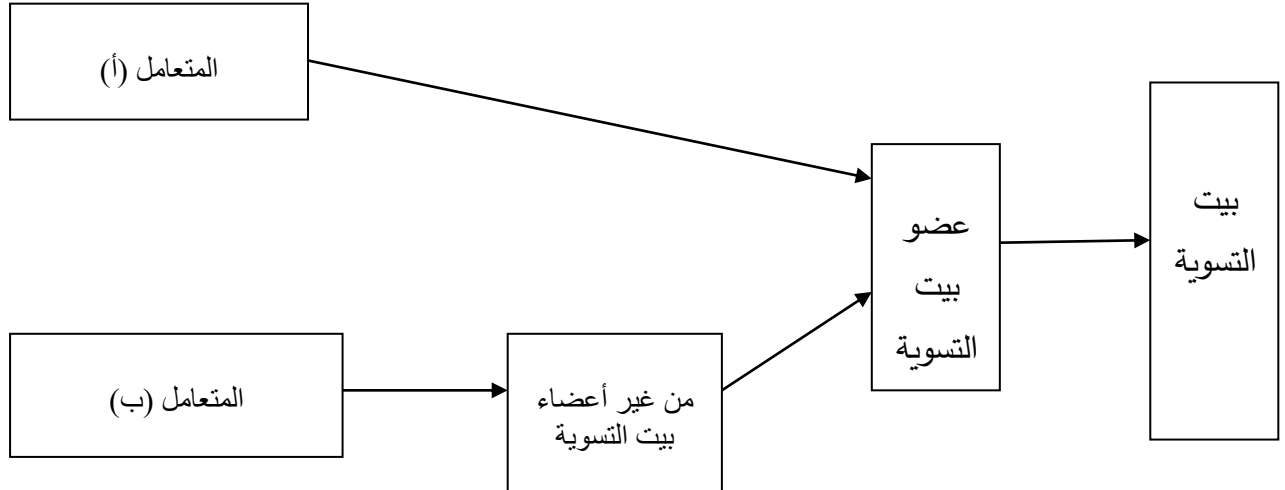
تتلخص مهم بيت التسوية في تحقيق الانسيابية وتسهيل التعامل في العقود المستقبلية، ولعل المهام التي يضطلع بها، والتي تتعلق بنظام الهامش وما يصحبه من تسوية يومية، هي التي وضعت الأساس القوي لما يسمى بانتظام السوق، ويقف بيت التسوية بين طرفي العقد ليبدو وكأنه البائع بالنسبة للمشتري، وكأنه المشتري بالنسبة للبائع في مواجهة المشتري، وعليه فإنه على عكس العقود الآجلة التي يكون فيها السبيل لمواجهة مخاطر عدم وفاء أحد الطرفين بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، وهو ضرورة توفر ثقة كل طرف في الطرف الآخر، فإنه في العقود المستقبلية تنتقل مخاطر عدم الوفاء نظريا إلى بيت التسوية.

ونؤكد هنا على كلمة نظريا، ذلك أن هناك آيتين تجنب بيت التسوية التعرض لمخاطر عدم الوفاء، هما: نظام الهامش، والتسوية اليومية في ظل حدود التقلبات السعرية اليومية التي لا تزيد عن مقدار الهامش. وقد يكون بيت التسوية قسم من الأقسام التنظيمية لسوق العقود المستقبلية، كما هو الحال في بورصة شيكاغو للتجارة، أو هيئة مستقلة مثل مؤسسة تسوية العقود بين الأسواق، المملوكة بالكامل لمؤسسة تسوية عقود الخيار، تتولى تسوية العقود لبورصة نيويورك للعقود المستقبلية، فضلا عن الوحيدة التي تتولى تسوية عقود الخيارات في الوم أ، هذا ولا تقدم مؤسسة التسوية الخدمة إلا لأعضائها الذين يساهمون في رأس المال، أما بالنسبة لغير الأعضاء فلا سبيل أمامهم لتسوية العقود إلا من خلال أحد الأعضاء، على النحو الذي يوضحه

<sup>1</sup> - عزوزي خديجة، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة 8 ماي 1945 بقالة، 2020/2019، ص: 100.

الشكل رقم: ، الذي يكشف عن مسار الهامش المبدئي، ابتداء من المتعاملين الأساسيين إلى أن ينتهي بإيداعه في حساب بيت التسوية.

الشكل رقم (05): كيفية تعامل الأعضاء وغير الأعضاء مع بيت التسوية.



المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

### 1-تسوية العقود المستقبلية:

عندما يتصل المستثمر من أجل اتخاذ مركز ما على عقد مستقبلي، يتصل السمسار بدوره بسمسار العمولة في صالة البورصة، حيث يتوجه هذا الأخير إلى حلبة التعامل على العقد، وهناك يتم مخاطبة السماسرة والتجار الذين يرغبون في أخذ مركز مضاد (شراء مثلا إذا كان الأمر الصادر من العميل هو أمر بيع)، وذلك بإشارات باليد أو بالصوت، تنتهي إلى اتفاق بشأن السعر وعدد العقود، وبالطبع لو أن البورصة تعمل بالنظام الالكتروني، حينئذ يتولى السمسار إدخال الأمر في النظام بغرض تنفيذه، وعموما فإنه بإتمام الاتفاق، يبدأ دور بيت التسوية، إذ يقوم بتسجيل العقد في سجل خاص، يحتفظ به في الحاسوب، وإخطار سمسار العميل بما يفيد تأكيد تنفيذ الصفقة، فلو أن العقد كان على قمح تسليم سبتمبر بسعر 2.5 دولار للبوشل بين (س) طرف مشتري و (ص) طرف بائع، فإن التسجيل في الحاسوب يكون على النحو التالي:

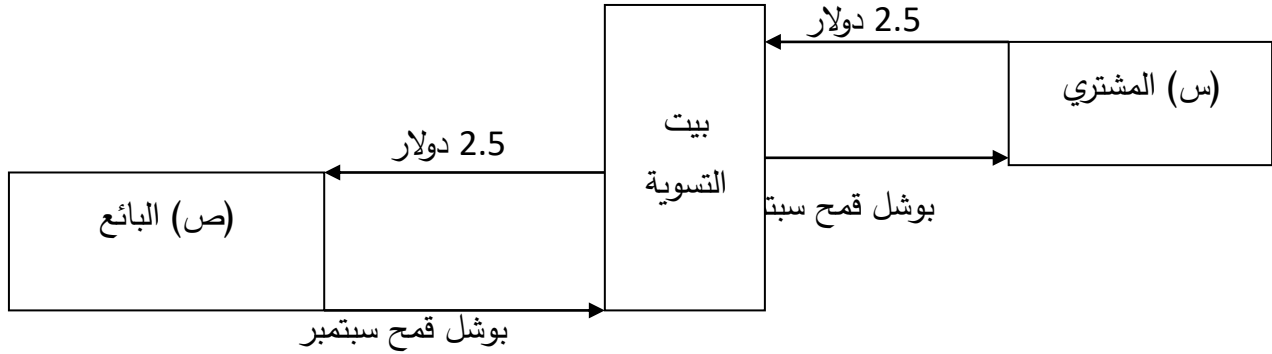
الاطار 01: تسجيل الافتتاحية لدي بيت التسوية.

\* (س) قبل شراء قمح تسليم سبتمبر من بيت التسوية بسعر 2.5 دولار للبوشل.

\* (ص) قبل بيع قمح تسليم سبتمبر من بيت التسوية بسعر 2.5 دولار للبوشل.

وهكذا يبدو أن العقد الذي بدأ عقد شخصي بين ممثلي الطرفين الأصليين في العقد، قد انتهى بعقد غير شخصي، يقف فيه بيت التسوية وكأنه بائع بالنسبة للمشتري، ومشتري بالنسبة للبائع، على النحو الذي يوضحه الشكل رقم (06).

الشكل رقم (06) : علاقات الأطراف في العقد المستقبلي.



المصدر: منير إبراهيم هندي: مرجع سبق ذكره، ص: 176.

وهنا يكون أمام كل من (س) (ص) ثلاث سبل لإقفال مركزه هي<sup>1</sup>:

- أخذ مركز مضاد أي عكسي Reversing position.
- التسوية النقدية Cash Settlement.
- التسليم الفعلي Exchange- for- Physicals.

### 1- أخذ مركز عكسي:

في ظل افتراض أن سعر القمح تسليم سبتمبر قد ارتفع إلى 2.60 دولار للبوشل، وذلك في شهر جانفي ونظرا لأن (س) أمره مضاربا، فقد قرر أخذ مركز عكسي وجني الأرباح، تحقق له ذلك بيع العقد إلى طرف ثالث هو (ع)، هنا تسجل العملية لدى بيت التسوية على النحو الموضح في الاطار 2، وذلك بالنسبة للمستثمر (س)، وذلك مع ملاحظة أن السطر الأول يشير إلى المركز الافتتاحي الذي سبق أن أخذه المستثمر، أما السطر الثاني فيشير إلى المركز الأخير الذي أخذه بغرض إقفال مركزه.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 175 - 180.

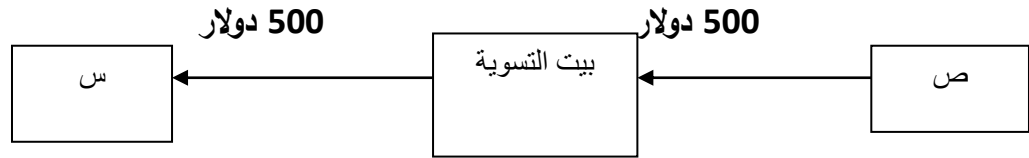
الإطار رقم 2: قيام (س) بأخذ مركز عكسي ببيع العقد لطرف ثالث هو (ع).

\* (س) قبل شراء قمح تسليم سبتمبر من بيت التسوية بسعر 2.5 دولار للبوشل.

\* (س) قبل بيع قمح تسليم سبتمبر من بيت التسوية بسعر 2.6 دولار للبوشل.

وهكذا فقد حقق المستثمر (س) أرباحا قدرها 10 سنت عن كل بوشل، يدفعها بيت التسوية، ولما كان العقد يتضمن 5000 بوشل فإن المكاسب الإجمالية للطرف (س) سوف تبلغ 500 دولار. وحتى ولو لم يكن (س) مضاربا بل كان مستثمرا يرغب في تغطية مركزه ضد مخاطر ارتفاع سعر القمح، فإنه يمكنه أخذ مركز عكسي، عندما يصل العقد إلى تاريخ التسليم، فإن (س) قد يفضل أخذ مركز عكسي قبيل ذلك التاريخ، وذلك تجنباً لتكاليف النقل والشحن إذا كان مكان التسليم يبعد عن مقر عملياته، في حين يمكنه شراء ما يحتاجه من السوق الحاضر الذي قد يكون قريب منه، ولكن من أين دفع بيت التسوية للطرف (س)؟ يدفعها من الخسائر التي مني بها (ص) بسبب ارتفاع السعر، وهو ما يوضحه الشكل ( ).

الشكل رقم (07): تسوية المركز العكسي.



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 177.

## 2- التسوية النقدية:

في التسوية النقدية نفترض أن العقد بلغ تاريخ التسليم وكان السعر 2.55 دولار للبوشل، ومن ثم فقد قرر الطرفين تسوية العقد نقداً، وقبل أن نشرع في توضيح ذلك نشير إلى أنه لو كان الطرفين قد دخلا سوق العقود بهدف التغطية، فإنه آجلاً أم عاجلاً سيكون لكل منهما مركزين يتم تسوية كل منهما في السوق الذي تم فيه التعامل، مركز في سوق العقود بغرض التغطية ومركز في السوق الحاضر لشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر الحالي.

طالما أن سعر التسوية هو 2.55 دولار للبوشل وسعر شراء العقد 2.5 دولار للبوشل فسوف يحصل (س) من بيت التسوية على 5 سنت لكل بوشل، وفي نفس الوقت يقوم (س) بشراء احتياجاته من السوق الحاضر بالسعر الجاري، أي بسعر 2.55 دولار للبوشل على أساس أن سعر القمح في السوق لحاضر ( ليبدو

واضحا ان ما دفعه (س) هو 2.5 دولار للبوشل، وهو يساوي بالتمام والكمال السعر المنصوص عليه في العقد) وهكذا تتأكد حقيقة أنه بفضل العقد المستقبلي، يحصل المشتري على احتياجاته من القمح بالسعر المحدد في العقد (2.5 دولار للبوشل)، مهما كان السعر الذي بلغه القمح ف السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

ولكن من أين يدفع بيت التسوية مبلغ التعويض (5 سنت لكل دولار) للمستثمر (س) من المستثمر (ص). كيف؟ سيقفل هو الآخر مركزه بالسعر الجاري، فقد سبق له بيع القمح بعقد بسعر للبوشل قوامه 2.5 دولار، بينما سعر التسوية 2.55 دولار، ومن ثم تكون خسائره 5 سنت عن كل بوشل يدفعها لبيت التسوية، أما تسجيل العقد لدى بيت التسوية بالنسبة للمستثمر (ص) فيكون على النحو الموضح في الإطار رقم 3.

### الإطار رقم 3: إقفال مركز (ص) بالتسوية النقدية.

\* (ص) قد قبل بيع قمح تسليم سبتمبر إلى بيت التسوية بسعر 2.5 دولار للبوشل.

\* (ص) قد قبل شراء قمح تسليم سبتمبر من بيت التسوية بسعر 2.55 دولار للبوشل.

ولعل عدم ظهور الطرف الآخر في العقد في إطار من الإطارات الثلاثة الموضحة، تأكيد على أن العقد أصبح غير شخصي، وأن البائع بالنسبة للمشتري الأصل في العقد هو بيت التسوية، وأن بيت التسوية ذاته هو المشتري بالنسبة للبائع الأصل.

### 3- التسوية بالتسليم الفعلي:

وهنا في هذه الحالة يدفع المشتري أي (س) قيمة الصفقة للبائع أي (ص) مقابل قيام الأخير بتسليمه القمح

محل التعاقد مرة أخرى تندر التسوية بالتسليم في سوق العقود، وربما بسبب تكاليف الشحن. ونختتم هذا المحور بالتأكيد على مسؤولية بيت التسوية في إمساك دفتر لقيود العقود، ومسؤوليته في اختيار الطرف الذي تتم معه تسوية العقد في تاريخ التسليم، فليس من الضروري أن يكون إقفال مركز (س) مع مركز (ص) بوصفهما الطرفان المنشآن للعقد.

قائمة المراجع:

الكتب بالعربية:

- 1- إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، أبو ظبي، الدار الجديدة، 2005.
- 2- إبراهيم علي إبراهيم عبد ربه، مبادئ التأمين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 3- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 2001.
- 4- أحمد التهامي عبد المنعم، التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1990.
- 5- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 1998.
- 6- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مصر، الدار الجامعية، 2003.
- 7- أحمد محمد خليل الإسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة فيها، رسالة دكتوراه، الجامعة الأمريكية المفتوحة بالقاهرة، 2003.
- 8- أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة.
- 9- أزهى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2012.
- 10- أسامة عزمي سلام، موسى شقيري نوري، إدارة الخطر والتأمين، دار الحامد، عمان، الأردن، ط1، 2007.
- 11- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
- 12- البرواي شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، 2020.
- 13- جعفر الجزار: الادخار والاستثمار والمضاربة في البورصة، بيروت، دار النفائس، 1998.
- 14- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الأردن، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2002.
- 15- حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلات، الخيار، المبادلات، عمان، ط1، 2009.
- 16- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، ط1، 2006.
- 17- حسني علي حريوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، عمان، الشركة الدولية، 1995.
- 18- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2009.
- 19- رسمية قرياقص، أسواق المال، مصر، الدار الجامعية للطباعة والنشر، 2000.
- 20- سامي وهبة غالي، البورصات وتجارة القطن، المطبعة الكمالية بعابدين، الإسكندرية، ط4، 1995.
- 21- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان.
- 22- شوقي سيف النصر السيد، الأصول العلمية والعملية للخطر والتأمين، الأردن، 1999.
- 23- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الإسكندرية، مؤسسة شباب المستقبل، 2005.

- 24- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، كلية التجارة، عين شمس، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 25- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 2002. -  
فتحي سليم وزياذ غزال " حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط 02، الأردن، 2003.
- 26- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، الجزء الخامس، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 27- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مصر، كليوباترا للطباعة والنشر، 1998.
- 28- طاهر حيدر الطاهر، مبادئ الاستثمار، مصر، الإعلام للنشر والتوزيع، 1998.
- 29- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية"، القاهرة، دار النهضة العربية.
- 30- عاشور عبد الجواد عبد المجيد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مصر، دار النهضة، 1985.
- 31- العاني، عماد محمد علي، اندماج الأسواق المالية الدولية، بغداد، بيت الحكمة للنشر، 2002.
- 32- عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديد للنشر، 2003.
- 33- عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006.
- 34- عبد المجيد المهيلي، أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، القاهرة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، 2004.
- 35- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، الرياض، كنوز اشبيليا، 2004.
- 36- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مصر، دار النهضة، 2000، ص: 21.
- 37- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق رأس المال، القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، 1996.
- 38- محمد البنا، أسواق النقد والمال، القاهرة، زهراء الشرق، 1996.
- 39- محمد أيمن عزت الدين، الإدارة التمويلية في الشركات، الرياض، مكتبة العبكان، ط3، 1999.
- 40- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998.
- 41- محمد صالح الحناوي و إبراهيم سلطان، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002.
- 42- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، عمان، 1997.

- 43- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998.
- 44- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، الدار الجامعية، 2002.
- 45- محمد محمود حبش، الأسواق المالية وأدواتها المشتقة، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ط1، 1998.
- 46- محمد مطر: إدارة الاستثمار: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان، دار وائل، ط 04، 2006.
- 47- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، عمان، مؤسسة الوراق، ط2، 1999.
- 48- محمد ناظم نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، دار وائل، ط1، 1999.
- 49- محمد هاني، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة العقيد محند أكلي، البويرة، 2021/2020.
- 50- محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها - مستقبلها، الإسكندرية، دار الوفاء، 2000.
- 51- محمود صبح، الابتكارات المالية، مصر، الدار الجامعية، ط1، 1998.
- 52- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مصر، مطبعة كرستا توماش، ط2، 1967.
- 53- مروان عطوان، العملات الأجنبية والتمويل النظرية و التطبيق، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 1999.
- 54- مصطفى كمال طه، القانون التجاري، مصر، دار الجامعة الجديدة، 1990.
- 55- مقبل جمعي، الأسواق والبورصات، مدينة النشر والتوزيع، الإسكندرية، 1990.
- 56- منير إبراهيم هندي و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 1997.
- 57- منير إبراهيم هندي: إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، الجزء الثاني، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002.
- 58- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: الجزء الثالث: عقود الخيار، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2007.
- 59- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2006.
- 60- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الإسكندرية.
- 61- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، دار النشر، 1999.
- 62- هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية، ط1، الطباعة للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 63- هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مصر، الطباعة للنشر والتوزيع، 2000.

### المطبوعات والأطروحات:

- 1- أحمد محمد خليل الاسلامبولي، العقود المستقبلية ورأي الشريعة فيها، رسالة دكتوراه، الجامعة الأمريكية المفتوحة بالقاهرة، 2003.



- 2- محمد هاني، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة العقيد محند أكلي، البويرة، 2021/2020.
- 3- قط سليم، مفاضلة الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية- دراسة مقارنة- أطروحة دكتوراه، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، 2016.
- 4- عزوزي خديجة، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة 8 ماي 1945 بقالمة، 2020/2019.

### المحاضرات والملتقيات:

- 1- حشايشي سليمة، محاضرات في مقياس بورصة السلع، جامعة سطيف 01، 2020/2019.
- 2- حمزة بن الحسين عمر الشريف 2008، اليورصات العالمية، ندوة البركة التاسعة والعشرون للاقتصاد العالمي، جدة-المملكة العربية السعودية.
- 3- محمد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل بها، مداخلة في مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة عشر، 9-14/مارس/2005، دبي (دولة الامارات العربية المتحدة).
- 4- موسى حجاب، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، قسم العلوم التجارية.

### الكتب بالفرنسية والانجليزية:

- Eugene.Brigham and Michael C.Ehrhardt, **Financial Management: Theory and Practice**, Thomson South-Western, 11<sup>th</sup> edition, USA, 2005.
- Pascal Alphonse et autres, **Gestion de Portefeuille et Marchés Financiers**, Pearson Education, Paris, France, 2010.
- Stephen A.Ross and Randolph W.Westerfield and Bradford D.Jordan, **Essentials Of Corporate Finance**, McGraw Hill, fourth edition, 2004.
- G. DEFOSSE et P. Balley, **La bourse des valeurs, que sais-je**, Edition Bouchène, Alger, 16<sup>ème</sup> édition 1993.
- Michel Albouy, **Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?**, in : Revue française de gestion, avril 2005.
- Mishkin, Frederic, **Financial Markets Institutions**, Fourth Ed., USA, Addison Wesley , 2003.
- Vandyk, Charles, **Financial Ratio Analysis**, Canada, Trafford Publishing ,2006.
- Yves simon, **Bourses de commerce et marchés à terme de marchandise**, 2 eme editions, Dalloz Gestion ; paris, 1981.
- Arnold , Glen , **corporate financial management** , printed in Great Britain by William Clowes Ltd .
- Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, **Dictionnaire des marchés financiers**, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010.
- Kidwell , David and others , **financial institutions ,markets and money** ,8<sup>th</sup> edition ,USA ,2003 .

N. Gregory Mankiw, **principles of economics**, second edition, USA, Harcourt College Publishers, 2001.

المواقع الإلكترونية:

- أكبر 8 بورصات في الأسواق العالمية 2020:

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