

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieur
et de la Recherche Scientifique
Centre Universitaire Nour Bachir El Bayadh



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي نور البشير البيض

معهد العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير
ميدان التكوين في العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية في مقياس:

بورصة البضائع و المشتقات

موجهة لفائدة طلبة السنة الثانية ماستر تخصص: مالية وتجارة دولية

من إعداد الدكتور: معروف جيلالي
أستاذ محاضر قسم - أ -
المركز الجامعي نور بشير - البيض -

السنة الجامعية 2025-2026



مَقْدَمَة

مقدمة:

تحتل الأسواق المالية بصفة عامة، وأسواق المشتقات وبورصات البضائع بصفة خاصة، مكانة متزايدة الأهمية في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تؤديه من دور أساسي في تنظيم عمليات التبادل وتوفير آليات فعالة لإدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسعار. فمع التطور المتسارع الذي عرفته الأنشطة الاقتصادية واتساع حجم المبادلات التجارية والمالية على المستوى العالمي، برزت الحاجة إلى أدوات وأسواق مالية متخصصة تسمح بتأمين المعاملات الاقتصادية وتوفير وسائل التحوط للمستثمرين والمنتجين والمتعاملين في الأسواق.

وتعد بورصات البضائع من بين أقدم الأسواق المنظمة التي عرفها النشاط الاقتصادي، حيث ظهرت بهدف تنظيم عمليات بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الاقتصادية والاستراتيجية مثل الحبوب والقطن والسكر والمعادن وغيرها، وفق آليات واضحة تحكمها قوى العرض والطلب. وقد ساهم تطور هذه الأسواق في ظهور مجموعة من الأدوات المالية المشتقة التي أصبحت تلعب دوراً محورياً في إدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسعار، مثل العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات والمبادلات.

ومع تعاظم دور الأسواق المالية وتزايد درجة تعقيد الأدوات المتداولة فيها، أصبحت المشتقات المالية من أهم الآليات التي يعتمد عليها المتعاملون في الأسواق الحديثة، سواء بغرض التحوط من المخاطر أو المضاربة أو حتى تحقيق التوازن في إدارة المحافظ الاستثمارية. كما ساهمت هذه الأدوات في تعزيز كفاءة الأسواق من خلال توفير معلومات سريعة مستقبلية تساعد المتعاملين على اتخاذ قرارات اقتصادية أكثر رشادة.

وفي هذا الإطار، يكتسي مقياس **بورصة البضائع والمشتقات** أهمية خاصة ضمن التكوين الأكاديمي في مجالات الاقتصاد والمالية، حيث يهدف إلى تعريف الطلبة بطبيعة هذه الأسواق وآليات عملها، إضافة إلى دراسة مختلف الأدوات المالية المتداولة فيها، وفهم الدور الذي تؤديه في تمويل النشاط الاقتصادي وإدارة المخاطر المالية.

وانطلاقاً من ذلك، تهدف هذه المطبوعة البيداغوجية إلى تقديم عرض منهجي وموسع لأهم المفاهيم المرتبطة ببورصات البضائع والأسواق المشتقة، مع التركيز على الجوانب النظرية والتطبيقية لهذه الأسواق. ويتناول هذا الدليل التعليمي نشأة بورصات البضائع وتطورها التاريخي، والدور الذي لعبته في تنظيم تداول السلع المتجانسة على الصعيد المحلي والدولي، مثل الحبوب، السكر، القهوة، المعادن النفيسة والسلع الصناعية، والمعروفة مجتمعة باسم **السلع الدولية**؛ كما يوضح كيفية تحديد الأسعار في هذه الأسواق بناءً على قوى العرض والطلب، ويستعرض أهم المفاهيم المرتبطة بالمواصفات القياسية للسلع، بما في ذلك **الأوزان، المقاييس، درجات الجودة، والنقاء**، والتي تعد أساسية لضمان الشفافية و الوثوقية في التداول.

وتتطرق هذه المطبوعة البيداغوجية كذلك إلى دراسة خصائص بورصات البضائع ووظائفها الأساسية، من حيث دورها في توفير آليات التحوط وإدارة المخاطر للمستثمرين والمنتجين، فضلاً عن تسهيل تمويل المشروعات الاقتصادية عبر توجيه رؤوس الأموال نحو الأنشطة الإنتاجية والتجارية. كما تشمل دراسة أهم الأدوات المالية المشتقة المتداولة في هذه الأسواق، بما في ذلك العقود الآجلة، عقود الخيارات، والمبادلات السلعية، وشرح آليات تداولها وتسويتها ضمن الأسواق المنظمة، مع إبراز الفارق بين التداول الفوري (عمليات عاجلة) والتداول الآجل.

وبالإضافة إلى ذلك، تعرّف هذه المطبوعة ببورصات المعادن وأهميتها في تنظيم تداول السلع ذات القيمة العالية مثل الذهب والفضة والنحاس، وشرح كيفية اعتماد معايير القياس والأوزان الدولية لضمان توحيد المعاملات بين مختلف الأطراف على الصعيد العالمي. ويسلّط التركيز على الجوانب العملية للبورصات الضوء على إعداد العقود السلعية، وتحديد الكميات والأسعار، والالتزام بالمواصفات القياسية، بما يسهم في تعزيز شفافية السوق وكفاءتها.

وبهذا الأسلوب، يسعى المؤلف إلى تزويد الطلبة بالمعارف الأساسية حول بورصات البضائع والأسواق المشتقة، مع إبراز أهمية هذه الأسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية، إدارة المخاطر المالية، وتسهيل تدفق السلع والخدمات على المستوى الوطني والدولي، ما يجعلها أداة أساسية لفهم ديناميكيات الأسواق المالية وتطبيقاتها العملية في عالم الاستثمار والتجارة الدولية.

ولتحقيق الأهداف العلمية و البيداغوجية المرجوة، تم تنظيم محتوى هذه المطبوعة في مجموعة من المحاور التي تتناول مختلف الجوانب النظرية والتطبيقية المرتبطة ببورصة البضائع والمشتقات المالية؛ وذلك حسب الترتيب التالي:

المحور الأول: عموميات حول الأسواق المالية.

المحور الثاني: بورصة البضائع، أنواعها وإدارتها.

المحور الثالث: السلع الأساسية -الدولية-.

المحور الرابع: كفاءة السوق المالية الدولية.

المحور الخامس: المضاربة في سوق البضائع و المشتقات.

المحور السادس: العقود الآجلة وعقود المستقبلات في بورصة البضائع و المشتقات.

المحور السابع: عقود الخيارات وعقود المبادلات في بورصة البضائع و المشتقات

المحور الثامن: المقاصة و السوية في بورصة البضائع و المشتقات.

تمّ هذا العمل العلمي البيداغوجي بفضل الله وتوفيقه... نسأل الله أن يجعله نافعا
ومفيدا لطلبتنا و باحثينا وكل من اطلع عليه وأن يكتب لنا به النفع و الأجر و الثواب

المحور الأول

عموميات حول الأسواق المالية

جون ماينارد كينز (John Maynard Keynes) - عالم اقتصاد انجليزي شهير ومؤسس المدرسة الكينزية-

"الأسواق المالية في النهاية هي وسيلة لتحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار، ولكنها قد تتعثر في العديد من الأحيان

بسبب السلوك البشري غير العقلاني"

كتابه الشهير - النظرية العامة للتوظيف والفائدة و النقد

(*The General Theory of Employment, Interest and Money*) -

الذي نُشر في سنة 1936.

المحور الأول: عموميات حول الأسواق المالية

تمهيد:

يُعَدّ فهم الأسواق المالية من الركائز الأساسية لدراسة العلوم الاقتصادية والمالية، لما لها من دور محوري في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار. وتمثل هذه الأسواق الإطار الذي يتم من خلاله تداول الأدوات المالية المختلفة وفق آليات منظمة وقواعد محددة. كما تسهم الأسواق المالية في تحقيق الكفاءة الاقتصادية من خلال تسعير الأصول وإدارة المخاطر. ويكتسب هذا المحور أهمية خاصة كونه يزود الطالب بالأسس النظرية اللازمة لفهم طبيعة عمل الأسواق المالية. ومن ثمّ، فإن الإحاطة بمفاهيمها وأنواعها ووظائفها تمثل مدخلاً ضرورياً لدراسة المقررات المالية المتقدمة.

الأهداف التعليمية للمحور: يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التعليمية، من أبرزها:

- تمكين الطالب من التعرف على مفهوم الأسواق المالية وأهميتها في النظام الاقتصادي.
- تعريف الطالب بأنواع الأسواق المالية وأدواتها الرئيسية.
- توضيح وظائف الأسواق المالية ودورها في تعبئة المدخرات وتوجيه الاستثمارات.
- تنمية قدرة الطالب على فهم آليات التسعير وإدارة المخاطر في الأسواق المالية.
- إكساب الطالب قاعدة معرفية تمهّد لدراسة المقررات المالية المتقدمة.

تمهيد: يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي وضمان استمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في جميع الدول، وهذا النمو يكون مرهون بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة والتي يأتي في مقدمتها عنصر رأس المال الذي يعد عاملا مهما وحيويا في استمرار نشاط المؤسسات من عدمه، يتم توفير هذا العنصر من خلال مصادر مختلفة والتي من بينها سوق الأوراق المالية الذي يلعب دورا هاما في تمويل المشاريع الاقتصادية. لمعرفة ماهية هذه السوق ارتأينا أن نتناول ضمن هذا المحور بعض الأساسيات التي تتعلق به من مفهومه أنواعه، تنظيمه أهميته وسبل تطويره.

أولا : تعريف السوق المالية.

للسوق المالي تعاريف متعددة ومتنوعة، تداولتها المؤلفات المختلفة للباحثين في مجال العلوم الاقتصادية والمالية والتخصصات المتفرعة عنها، لدرجة أنه يصعب حصرها في تعريف واحد شامل ودقيق ، إذ نجد أن أغلب التعاريف الموضوعة للسوق المالي ، تركزت حول أحد التعاريف أدناه:

أولاً: تلك الآلية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه ادخارات الشركات والحكومات و الأفراد على مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية¹.

ثانياً: بأنه الآلية التي تمكن وتيسر للمتعاملين فيها القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار القصيرة والطويلة الأجل . بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفؤة².

ثالثاً: هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد في تكوين و صناعة رأس المال الذي يعتبر واحدا من أهم عوامل الإنتاج³.

رابعاً: وسيلة ينتفي فيها شرط المكان ،يلتقي خلالها المشترون و الوسطاء و المتعاملون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة طويلة أو قصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات و إلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا⁴.

خامساً: السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الالتقاء أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق⁵.

¹ مروان عطون ، الأسواق المالية و النقدية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول ، ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر - ، 1993، ص 16.

² السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر - عمان ، الأردن - ، 2009، ص 67.

³ محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية . الإسكندرية. 1998، ص 01.

⁴ هوشيار معروف و كاكا مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع -عمان ، الأردن . 2003، ص 58.

⁵ عصام فهد العريبد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية و التطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، سنة 2002، ص 09.

سادسا: السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، كما تسمح بتحريك الادخار الفردي¹؛

سابعا: سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها، على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين، مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع².

ثامنا: يعرف سوق المال على أنه ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأدوات المالية ومشتريها؛ بغض النظر عن الوسيلة التي تجمعهم أو المكان؛ بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تتحدد فيه الأثمان السائدة للورقة المالية في أي لحظة زمنية³.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية: هو عبارة عن سوق يتم فيه بيع وشراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية، وذلك في ساعات محددة ومعلنة من قبل، بواسطة متخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين كالسماسرة، وكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية وتسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.

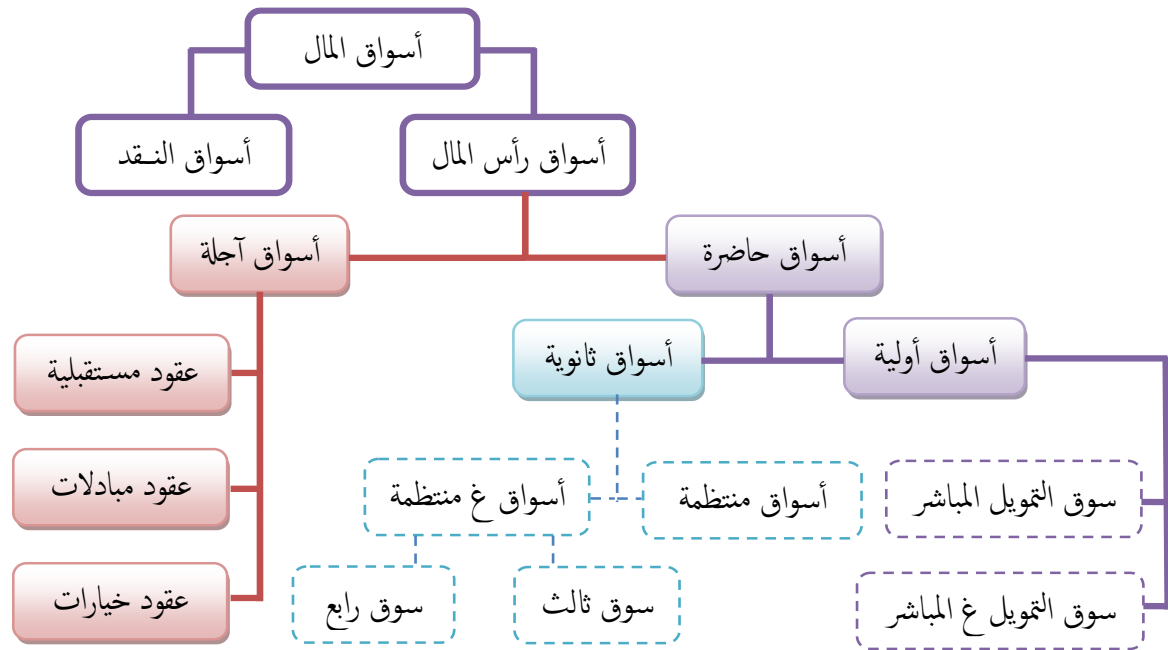
ثانيا: أنواع الأسواق المالية: توجد العديد من التصنيفات لسوق الأوراق المالية، وفقا لأسس مختلفة ومعايير متباينة من تصنيف لآخر، إلا أن أهم التصنيفات وأكثرها شيوعا هو ما يبينه الشكل التالي:

¹ دريد كامل آل شيب، مقدمة في الأدوات المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الأردن، سنة 2007، ص 248.

² عصام فهد العريبد، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

³ صافي أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2012، ص 16.

الشكل رقم 01: أنواع و تصنيفات أسواق المال



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية سنة 2002، ص ص 23-24.

من خلال الشكل أعلاه نجد أنه يمكن التمييز بين نوعين من سوق الأوراق المالية كما يلي:

1. الأسواق النقدية Money Market

وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز غالبا سنة واحدة لذلك تعرف بسوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، كما تعرف بسوق السيولة حيث جاءت هذه التسمية بسبب سرعة وسهولة تحويل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة. ومن أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذه السوق أذونات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، ومن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك التجارية والبنوك المركزية.

تتميز الأسواق النقدية بكون أن الاستثمار فيها أكثر أمانا لتدني درجة المخاطرة¹ التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

وتعد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال، فهي سوق الأموال قصيرة الأجل، التي لا تتعدى مدة استحقاقها من حيث مصادرها واستخداماتها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري فيه أوراق الدين قصيرة الأجل. ومواصفات سوق النقد أنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك بمختلف أنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا في منطقة نشاط السوق، لذا تتميز بطابع

¹ المقصود بالمخاطرة هو التقلب المستقبلي في العائد مع احتمال التعرض لخسائر غير متوقعة؛ وغير مخطط لها إطلاقا من قبل؛ وبعبارة أدق هو التذبذب في العائد المتوقع عن استثمار معين، وتحقق نتائج غير تلك المتوقع حدوثها.

المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا، لأن القيمة الاسمية لهذه الأدوات شبه مؤكدة ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية، لاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المراكز الائتمانية القوية.

ومن أهم المؤسسات العاملة في هذا السوق؛ نجد:

● البنوك المركزية:

دورها القيام بتنظيم ومراقبة السوق النقدية و الإشراف عليها، من خلال إصدار النقد و القيام بمهام السياسة النقدية والتحكم في كمية النقود وتأثيرها في حجم الائتمان وسعر الفائدة السائد في البلاد.

● البنوك التجارية:

تقوم هذه الأخيرة بقبول النقود بأنواعها في شكل ودائع يتم التعامل فيها إقراضا واستثمارا بنسب فوائد مختلفة ولفترات قصير الأجل لا تتعدى السنة الواحدة.

● بنوك الاستثمار:

تقوم بتوظيف أموالها في المشروعات التجارية و الصناعية و الاشتراك في إنشاء الشركات. كما تتوفر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فتشارك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية، ومخاطرة تكون منخفضة، وأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة، والأنواع المتاحة في سوق النقد هي (سيتم التفصيل فيها أكثر في المحور الموالي):

– أذونات الخزينة:

تعتبر أذونات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها السلطة النقدية في البلد المعني، وفي الغالب الأعم لحاملها، تباع بطريقة المزايمة العلنية وبخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة، وقد تصدر الأذونات إما بالأشهر (3،6،9،12) أو بالأيام (91، 182، 365)؛

–الأوراق التجارية:

تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية، تتراوح آجالها بين 3 و 270 يوما، تباع بخصم عن القيمة الاسمية، وأحيانا تكون إصداراتها بالأشهر 2-6 أشهر؛

–شهادات الإيداع المصرفية:

الرمز الشائع في التداول لهذه الورقة هو CDs، وهي تعتبر من الأدوات المهمة في سوق النقد، تصدرها المصارف التجارية. ترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة لها بفوائد عند الاستحقاق الذي لا يتجاوز السنة الواحدة وبنسب مئوية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة؛

– القبولات المصرفية:

عبارة عن سحبوات مصرفية يستخدمها المستورد عند استيراد البضاعة من الخارج. فهي إذن حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل، حيث يصدر البنك التجاري حوالة يتعهد فيها بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق ، و تنشأ هذه الحوالات بشكل واسع في عمليات تمويل التجارة الخارجية، وتتراوح آجال استحقاقها بين 30 و 180 يوماً، مواصفاتها أنها قصيرة الأجل، معتدلة المخاطر، ويرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، والعلاقة بينها عكسية؛

- قرص فائض الاحتياطي القانوني:

قد يحصل لدى بنك فائض في قيمة الاحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يستطيع إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز في الاحتياطي الاقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة (تتوافق مع حجم الودائع لدى البنك المعني).

II. سوق رأس المال *Capital Market*

تعرف سوق رأس المال أنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل، وهي سوق الأموال طويلة الأجل، والتي تلتقي من خلالها وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، ويمكن النظر إلى هذه السوق على أنها المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتداول الأموال داخل إطارها التنظيمي.

وتعرف على أنها السوق التي تضمن تلاقي الطالبين والعارضين للأوراق المالية بطرق متنوعة والبورصة هي سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق باعتبارها مكانا يلتقي فيه البائعون والمشترون - من خلال سمسرة - لتبادل سلع هي الأسهم والسندات، وهي أقرب ما يكون إلى السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد - للصفقة الواحدة - للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشتريين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة (وهي الأسهم والسندات) مع سهولة نقلها من مكان إلى آخر ، و تنقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة كما يلي:

أ- الأسواق الحاضرة أو الفورية *Spot Or Cash Market*

تعرف هذه الأسواق بالحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها؛ ويكون ذلك في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة لا تتعدى ثلاثة أيام¹، وتنقسم هذه الأسواق إلى:

¹ بن إبراهيم الغالي و بن ضيف محمد عدنان، نفس المرجع السابق، ص 07.

أ- 1. الأسواق الأولية (أسواق الإصدار) Primary Markets

وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة، أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية. وتكون السوق الأولية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية، وتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك الاستثمار *Investment Banks*، كما قد تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي تنسم فيها سوق رأس المال بالصغر.

وتعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ أن التوقف عند هذه السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، حيث تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية. وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين:

أ-1-1. أسواق التمويل المباشر: هي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق، ومن دون تدخل الوسيط؛

أ-1-2. أسواق التمويل غير المباشر: يقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال وسيط مالي معين يقوم بشراء الأوراق المالية، عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، كبنك الاستثمار الذي يتولى مهمة بيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق.

أ- 2. الأسواق الثانوية (أسواق التداول) Secondary Market

يجري في السوق الثانوي تداول الأوراق المالية المصدرة سابقا في السوق الأولي، أي أن الأوراق في هذا السوق متداولة من قبل ، و تنقسم سوق التداول إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

أ-2-1. السوق المنظمة - الرسمية - Organized Capital Market

يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية، تتميز هذه السوق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم وهي تخضع للقوانين، القواعد والإجراءات التي تضعها الجهات الرقابية، يدار من قبل لجنة البورصة المتكونة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، الوسيط والحكومة؛

أ-2-2. السوق غير المنظمة - غير الرسمية - Unorganized Capital Market

يطلق اصطلاح السوق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة (البورصة) ، كما تعرف بالسوق خارج المقصورة أو السوق الموازية أو فوق المنضدة (*Over The Counter (OTC)* ، ولا يوجد لها مكان رسمي محدد، يكون الفاعلون فيها مختلف بيوت السمسة ، ويتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات قوية و سريعة .

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة بالأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة ولا يسرى عليها قواعد القيد والإفصاح التي تسري على الأوراق المالية المقيدة بمداول البورصة.

في الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر السوق غير المنظمة ثاني سوق بعد بورصة نيويورك وخامس سوق في العالم بعد بورصة طوكيو ونيويورك وتايوان ولندن من ناحية حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية¹، ولذلك فقد تم تكوين ما يسمى بالاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية - **NASD - National Association of Security Dealers** كنظيم ذاتي يضم السماسرة والتجار في هذه السوق، ويقوم على تنظيم هذه السوق ومنح التراخيص للسماسرة، وبالتالي فإن **NASD** يهدف إلى حماية المستثمرين والمحافظة على مصالح أعضائه، وكذا توفير المعلومات الخاصة بالأسعار وأحجام التعامل

وفي الولايات المتحدة الأمريكية تشمل السوق غير المنظمة كلا من السوق الثالث و السوق الرابع، كما

يلي :

✓ السوق الثالثة Third Market

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، تنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيف أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة وذلك لكون السمسار في هذه السوق لا يدفع رسوم التسجيل أو رسوم العضوية في السوق وغير ملزم بمحد أدنى من العمولة، تتميز المعاملات في هذا السوق بانخفاض التكلفة وسرعة التنفيذ؛ أما جمهور العملاء في هذه السوق هم:

- المؤسسات الاستثمارية الكبيرة؛
- شركات إدارة أموال المعاشات - صناديق التقاعد -
- الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية؛
- شركات رأس المال المخاطر²؛
- بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في البورصة؛

¹ سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس للنشر، القاهرة، مصر، 1999، ص 76.

² شركات رأس المال المخاطر: هي شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات أو شركات جديدة ذات مخاطر عالية أو مشروعات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها، بغرض تحسين فعالية تلك المشروعات وتعظيم عوائدها الاستثمارية بصورة تتناسب مع درجة المخاطر التي تتعرض لها.

✓ السوق الرابعة *The Forth Market*

هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة؛ يتم التعامل فيها بكميات وأحجام ضخمة من الأوراق المالية.

ب- الأسواق الآجلة (المستقبلية): تسمى أيضا أسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات و عملات...). وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق (سيتم التفصيل فيها أكثر في المحور الموالي).

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: حدّد مفهوم الأسواق المالية وما أهميتها في الاقتصاد العالمي ؟

السؤال الثاني: حدّد أهم الفروق بين السوق الأولية و السوق الثانوية؟

السؤال الثالث: كيف تسهم الأسواق المالية في جلب الاستثمارات؟

السؤال الرابع: كيف تؤثر أسعار الفائدة على حركة الأسواق المالية؟

السؤال الخامس: ما هي أهم الأدوات المتداولة في السوق النقدية؟

المحور الثاني

بورصة البضائع: أنواعها و إدارتها

جوزيف ستيغلitz (Joseph Stiglitz) - عالم اقتصاد أمريكي معاصر حاز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 2001-

" بورصة البضائع أداة حيوية لتحديد الأسعار ، لكنها تصبح خطرة حين تتحول المضاربة فيها إلى هدف بحد ذاته "

كتابات حول - نظرية المعلومات وعدم التوازن في الأسواق

(*Theory of Information and Market Inefficiencies*) -

سنة 2001.

المحور الثاني: بورصة البضائع، أنواعها وإدارتها

تمهيد:

تعتبر البورصة الحاضرة للبضائع والسلع من أهم الأطر التنظيمية لتداول السلع الأساسية في الوقت الحالي حيث يتم فيها إبرام الصفقات وتسليم السلع فوراً أو خلال آجال قصيرة. وتمثل هذه البورصات حلقة وصل بين المنتجين والتجار والمستهلكين ضمن سوق منظم تحكمه قواعد واضحة. كما تسهم في تعزيز شفافية الأسعار وتحقيق كفاءة التبادل التجاري. وتتنوع البورصات الحاضرة بحسب طبيعة السلع المتداولة وآليات عملها. وتبرز أهمية إدارتها في ضمان حسن سير التداول وحماية أطراف السوق.

الأهداف التعليمية للمحور: يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التعليمية، من

أبرزها:

- تمكين الطالب من التعرف على مفهوم البورصة الحاضرة للبضائع والسلع وخصائصها.
- توضيح أنواع البورصات الحاضرة وفق طبيعة السلع المتداولة.
- تعريف الطالب بآليات إدارة البورصة الحاضرة ودور الهيئات المشرفة عليها.
- تعريف الطالب بمختلف أعضاء البورصة الحاضرة و المتدخلين فيها.
- إبراز أهمية البورصات الحاضرة في تنظيم الأسواق وتحقيق الشفافية السعرية.
- تنمية قدرة الطالب على تحليل دور البورصة الحاضرة في دعم استقرار أسواق السلع.

تمهيد: تعود أسواق السلع إلى العصور القديمة، حيث كانت تُقام في أماكن محددة وبصفة دورية. كانت الصفقات التجارية في هذه الأسواق تتم على بضائع حاضرة يمكن معاينتها ودفع ثمنها فوراً، ما ساهم في تنظيم التجارة وزيادة حجم المبادلات، خاصة مع التقدم في وسائل الإنتاج وتطور وسائل الاتصال والمواصلات.

و مع مرور الوقت، تطورت هذه الأسواق من مجرد أسواق فعلية إلى أسواق افتراضية، حيث أصبح بالإمكان التعاقد على سلع غير موجودة في الحال مع إمكانية توفيرها في المستقبل بسهولة. وبما أن بورصات البضائع من أقدم الأسواق في العالم، فقد لعبت دوراً رئيسياً في التجارة الدولية، لا سيما مع التغيرات الهيكلية في الأسواق العالمية للسلع الأساسية والتطورات التكنولوجية التي جعلت من بورصات السلع كيانات عابرة للحدود، تزيد من قدرة المنتجين على توصيل منتجاتهم إلى مختلف أنحاء العالم لفترات طويلة.

و تعتبر أسواق السلع المنظمة اليوم نتيجة مباشرة لتشكيل الهيئات التجارية والغرف التجارية، التي سعت لتنظيم التجارة وضمان استقرار الأسواق. ومن أوائل هذه الهيئات كانت الهيئة الخاصة بتجارة الحبوب في ولاية شيكاغو بالولايات المتحدة، والتي تأسست عام 1848 تحت اسم مجلس شيكاغو التجاري (CBOT)¹ قبل تأسيس هذا المجلس، كان المزارعون الأمريكيون و الذين كان عددهم 82 مزارعاً؛ يواجهون صعوبة في العثور على مشترين لحبوبهم، وغالباً ما يضطرون لإلقائها في بحيرة ميتشجان لتجنب تكاليف النقل.

قدم مجلس شيكاغو التجاري حلاً مبتكراً من خلال إنشاء سوق مركزية للتجارة الآنية والمستقبلية، حيث يمكن للتجار شراء المحاصيل المستقبلية بأسعار محددة مسبقاً بموجب عقود آجلة ملزمة للبائع والمشتري، وبكميات محددة في العقد. هذا النظام منح المزارعين قدرة على التخطيط للإنتاج والحصول على تمويل مبدئي، وضمان تسويق منتجاتهم في المستقبل. وبعد مجلس شيكاغو التجاري (CBOT) أقدم سوق لتبادل العقود الآجلة وعقود الخيارات في العالم.

في عام 1872، تأسست بورصة نيويورك للتجارة (NYMEX)² للتعامل في منتجات الألبان و التي اندمجت لاحقاً سنة 1994 مع بورصة السلع (COMEX)³ لتصبح أكبر بورصة للسلع المادية في تلك الفترة. وفي عام 1898، تأسست بورصة شيكاغو التجارية للزبد والبيض (CME)⁴، والتي اندمجت لاحقاً مع CBOT عام 2007 لتشكيل بورصة موحدة.

¹ **CBOT:** Chicago Board Of Trade

² **NYMEX:** New York Mercantile Exchange

³ **COMEX:** Commodity Exchange

⁴ **CME:** Chicago Mercantile Exchange

أما في نيويورك، فقد تأسس مجلس نيويورك للتجارة (CSCE)¹ Coffee, Sugar & Cocoa Exchange ، والذي اندمج لاحقاً مع بورصة نيويورك للقطن (NYBOT)² في عام 2004، ليصبح بورصة نيويورك للتجارة الآجلة وعقود الخيارات للسلع المادية، والتي تتعامل اليوم أساساً مع الكاكاو والقهوة والقطن والسكر وعصير البرتقال. كما تأسست بورصة COMEX بعد اندماجها مع NYMEX عام 1994، لتصبح أكبر بورصة للسلع المادية في تلك الفترة.

أما بالنسبة لتجارة السلع خارج الولايات المتحدة الأمريكية؛ فإن البورصات الرئيسية هي بورصة لندن الدولية للعقود الآجلة و الخيارات (LIFFE)³ London International Financial Futures and Options -Exchange- وبورصة لندن للمعادن وبورصة طوكيو للسلع الأساسية.

أولاً: ماهية بورصة البضائع الحاضرة

تُعَدّ تجارة السلع من أقدم أشكال التجارة، إذ ظهرت منذ القدم في صورة أسواق تُقام بصفة دورية في أماكن محددة، وكانت الصفقات التجارية آنذاك تتم على بضائع حاضرة يجري معاينتها ودفع ثمنها في الحال. ومع التوسع في حجم المبادلات التجارية نتيجة التقدم في وسائل الإنتاج وتطور وسائل الاتصالات والمواصلات، تطورت هذه الأسواق وأصبح من الضروري تنظيمها واستقرارها، مما أدى إلى تحولها تدريجياً من أسواق واقعية تقليدية إلى أسواق افتراضية، يتم فيها التعاقد على سلع غير موجودة في الحال، مع إمكانية وسهولة تأمينها في المستقبل.

ا. تعريف بورصة البضائع و السلع الدولية:

تعددت التعاريف الواردة في مفهوم بورصة البضائع أو البورصة التجارية أو كما يسميها البعض بورصة السلع الأساسية؛ وذلك حسب الجوانب وزاوية الرؤية؛ فمنهم من يراها من الجانب الاقتصادي ومنهم من يراها من الجانب القانوني و آخرون يرونها من جانب وظيفتها في السوق الدولية؛ ويمكننا في هذا السياق أن نورد التعاريف التالية:

¹ CSCE: Coffe Sugar and Cacao Exchange

² NYBOT: New York Board of Trade

³ LIFFE: London International Financial Futures and Options Exchange

① من الجانب الاقتصادي العام:

بورصة البضائع هي سوق منظمة ودائمة يتم فيها تداول السلع المتجانسة ذات الأهمية الاقتصادية والإستراتيجية¹، وفق قواعد وضوابط محددة، وبأسعار تتحدد تبعاً لقوى العرض والطلب، ويتم التعامل فيها غالباً على سلع غير موجودة وقت التعاقد²، ويجري التداول عن طريق العقود والمستندات بدلاً من المعاينة المباشرة³.

② من جانب تنظيم السوق:

تُعرف بورصة البضائع بأنها مؤسسة اقتصادية متخصصة تهدف إلى تنظيم المبادلات التجارية لسلع معينة، من خلال توفير إطار قانوني وإجرائي يضمن الشفافية، واستقرار الأسعار، وحماية المتعاملين⁴، مع خضوعها لإشراف هيئة إدارية ونظام قانوني خاص⁵.

③ من منظور السلع الدولية – الأساسية:-

بورصة البضائع هي سوق دولية منظمة تُتداول فيها سلع طبيعية أو زراعية أو معدنية موحدة المواصفات⁶، مثل القمح، القطن، البن، السكر، النفط، والذهب، ويتم فيها التعامل على نطاق واسع يتجاوز الحدود الوطنية⁷، مما يجعلها أداة أساسية في التجارة الدولية⁸.

④ من الجانب القانوني:

بورصة البضائع هي شخص اعتباري أو منظمة قانونية تتكون من مجموعة من الأعضاء المرخص لهم، تختص بإجراء عمليات البيع والشراء للسلع الدولية وفق لوائح وقوانين محددة⁹، وتتم الصفقات فيها عن طريق العقود

¹ محمد عبد السلام: التجارة الدولية: دار الفكر الجامعي: الإسكندرية - مصر:- الطبعة الثانية: 2010؛ ص ص: 210-245.

² أحمد أبو الوفا: مبادئ الاقتصاد الدولي؛ دار الجامعة الجديدة: الإسكندرية - مصر:- الطبعة الأولى: 2008؛ ص ص: 150-185.

³ World Bank, *Commodity Markets Outlook, Introduction & Commodity Market Developments*, World Bank Group, Washington, D.C, 2020.

⁴ عبد العزيز فهد: الأسواق المالية وبورصات السلع؛ دار النهضة العربية: القاهرة - مصر:- الطبعة الأولى: 2005؛ ص ص 95-130.

⁵ United Nations Conference on Trade and Développement (UNCTAD), *Commodities and Développement Report*, United Nations Publications, New York & Geneva, 2019, Chapter 1 and Chapter 2

⁶ محمد عبد السلام: مرجع سبق ذكره؛ ص ص: 210-245.

⁷ United Nations Conference on Trade and Développement (UNCTAD), *op-cit*, Chapter 1 and Chapter 2

⁸ World Bank, *op-cit*, 2020.

⁹ حسين كيرة، القانون التجاري (الجزء الخاص بالأعمال التجارية والبورصات)، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر-، الطبعة السادسة، 2003، ص ص: 320-360.

الآجلة أو الحاضرة، وتخضع لرقابة الدولة أو الهيئات المختصة¹.

⑤ من حيث الوظيفة الاقتصادية:

تُعد بورصة البضائع آلية اقتصادية تهدف أساسًا إلى التحوط من مخاطر تقلب الأسعار، وذلك من خلال إتاحة الفرصة للمنتجين والتجار والمستوردين لإبرام عقود آجلة²، بما يساهم في الحد من الخسائر المالية وتحقيق الاستقرار النسبي للأسواق³.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا أن نخلص إلى التعريف الشامل عل أن:

"بورصة البضائع هي سوق منظمة متخصصة في بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الإستراتيجية⁴، كالقطن، والسكر، والبن، والقمح، والبترو و المطاط...⁵، وتُعرف أيضًا باسم "البورصة التجارية"؛ تدار وفق نظام قانوني دقيق باعتبارها كيان اعتباري ومنظمة قانونية⁶؛ وتسمح هذه البورصات المتخصصة بتمويل الأسواق بمختلف أنواع السلع اللازمة، وذلك وفقًا لأسعار العرض والطلب، باستخدام أدوات مالية وعقود نمطية؛ ويكون الهدف منها تنظيم التبادل التجاري، تحديد الأسعار العادلة، تمويل التجارة العالمية، وتحقيق التوازن بين مصالح المنتجين و المستهلكين على المستويين المحلي و الدولي.

ملاحظة هامة:

لا يعني وجود هذه البورصات أن السلع نفسها لا يتم التعامل بها خارجها، إذ يمكن تداولها في الأسواق العادية، إلا أنه لا يمكن في هذه الحالة وصفها بالسلع الدولية. ولذلك، فإن معرفة ماهية وطبيعة هذه الأسواق وما يميزها عن الأسواق العادية يُعد أمرًا لازمًا للتعرف على طبيعة السلع الدولية.

¹ عبد العزيز فهي، مرجع سبق ذكره، ص: 95-130.

² هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، 1999، ص: 20.

³ Hull, John C, Options, Futures, and Other Derivatives, Pearson Education, 7th Edition, 2009, pp:25-70.

⁴ حسين كيرة، القانون التجاري (الجزء الخاص بالأعمال التجارية والبورصات)، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، الطبعة السادسة، 2003، ص: 320-360.

⁵ شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت - لبنان، 2001، ص: 37.

⁶ عبد العزيز فهي، مرجع سبق ذكره، ص: 95-130.

II. خصائص بورصة البضائع:

بورصات البضائع أو أسواق السلع الدولية هي أسواق منظمة متخصصة في المبادلات التجارية لسلع معينة، وغالبًا ما تكون هذه السلع موارد طبيعية، سواء زراعية كالقمح والذرة والقطن، أو معدنية كالذهب، أو غيرها. ولهذه الأسواق نظامها الخاص الذي يجب أن يلتزم به كافة المتعاملين داخلها.

وقد أدى ذلك إلى ظهور بورصات متخصصة لكل سلعة، مثل بورصة القطن في مصر، وبورصة البن في البرازيل، وبورصة الشاي في سيلان، وبورصة الذهب في لندن، وبورصة نيويورك¹؛ ويمكننا أن نميز أهم خصائصها فيما يلي:

- التداول الفعلي للسلع الحقيقية وليس مجرد عقود مالية.
- توحيد مواصفات السلع المتداولة من حيث الجودة والكمية.
- شفافية الأسعار الناتجة عن تفاعل العرض والطلب.
- خضوع عمليات التداول لرقابة وإدارة منظمة.
- تقليل دور الوسطاء غير الرسميين والحد من الممارسات الاحتكارية.

III. طبيعة بورصة البضائع وأهدافها: يمكننا أن نركز على المفهومين التاليين لنعرف طبيعة بورصة البضائع:

أ- طبيعة بورصة البضائع:

1- بورصة البضائع هي عبارة عن منظمة أو مؤسسة مكوّنة من أشخاص يُطلق عليهم أعضاء البورصة، تهدف إلى التعامل في السلع الدولية من خلال توفير مجال للمتاجرة وفق قواعد معينة. كما يمكن اعتبارها جمعية من التجار تُعنى بتنظيم السوق بين البائعين والمشتريين للسلع الدولية التي لا توجد في مقر السوق، حيث يتم التعامل عليها عن طريق المستندات.

2- ويُعد الغرض الأساسي من المتاجرة في بورصة السلع الدولية هو الوقاية من الخسارة المالية، وذلك من خلال عمليات البيع والشراء الآجل. وهناك من يرى أن بورصة البضائع هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بسلع طبيعية ذات استهلاك كبير نسبيًا، وتشرف على إدارتها هيئة لها نظامها الخاص، وتخضع لقوانين ولوائح يلتزم بها جميع المتعاملين داخلها.

¹ حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، الطبعة الأولى، 2006، ص: 21.

ب- أهداف بورصة البضائع:

- و تهدف بورصة البضائع بصفة عامة إلى إيجاد بيئة مناسبة لتنظيم التعامل في السلع، بما يخدم مختلف المتعاملين في السوق؛ ويمكن تلخيص أهم أهدافها فيما يلي:

- تسهيل التقاء أطراف العملية التجارية، مما يساعد على فتح قنوات التبادل التجاري والتصدير.
- توفير السلع الأساسية اللازمة والمتميزة وفقاً لاحتياجات السوق.
- توفير قدر كبير من البيانات والمعلومات التي تُبَيِّن احتياجات الأسواق من السلع، سواء على المستوى المحلي أو العالمي.
- تمكين المتعاملين من إبرام الصفقات الفورية إضافة إلى إجراء التعاقدات المستقبلية، سواء على المستوى المحلي أو الدولي.
- المساهمة في تحقيق قدر أكبر من الاستقرار في أسعار السلع الدولية - الأساسية¹.
- تحقيق الشفافية في المعاملات التجارية : تسهم بورصة البضائع في توفير درجة عالية من الشفافية من خلال الإعلان العلني عن الأسعار وحجم الصفقات، مما يحدّ من الممارسات الاحتكارية والغش التجاري².
- المساهمة في اكتشاف الأسعار الحقيقية للسلع (*Price Discovery*) : تعدّ بورصة البضائع أداة فعالة لاكتشاف الأسعار العادلة للسلع نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب في سوق منظمة³.
- الحد من مخاطر تقلب الأسعار (التحوط): تمكّن بورصة البضائع المنتجين والتجار والمستهلكين من التحوط ضد تقلبات الأسعار من خلال العقود الآجلة، مما يقلل من احتمالات الخسائر المالية⁴.
- تشجيع الاستثمار في قطاع السلع: توفر بورصة البضائع إطاراً منظماً وجاذباً للاستثمار في السلع، مما يساهم في تنشيط الاقتصاد وزيادة حجم المبادلات التجارية.
- تعزيز التكامل بين الأسواق المحلية والعالمية: تساعد بورصات البضائع على ربط الأسواق المحلية بالأسواق الدولية، مما يساهم في إدماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي.

¹ السلع الدولية هي نفسها السلع الأساسية الموجودة في السوق الدولية و التي يمكن التعامل فيها داخل بورصة البضائع و المشتقات ؛ ولها مميزاتها الخاصة.

² عبد العزيز فهد، مرجع سبق ذكره، ص 110 وما بعدها

³ Fabozzi, Frank J., *Financial Markets and Institutions*, Pearson Education, 5th ed., 2013, p. 65-70

⁴ Hull, John C., *op-cit*, pp:30-45.

IV. الفرق بين بورصات البضائع والأسواق التقليدية:

على الرغم من أن بورصات البضائع تُعد امتدادًا وتطورًا للأسواق التقليدية، إلا أن هناك فروقًا جوهرية بينهما يمكن تحديد أهمها فيما يلي¹:

أولاً- وجود السلع:

في الأسواق التقليدية تُعقد الصفقات على سلع موجودة فعليًا ويمكن معاينتها مباشرة، في حين يتم التعامل في بورصات البضائع بمقتضى عينة نموذجية أو صنف محدد معروف بمواصفاته وخصائصه، دون اشتراط وجود السلعة ماديًا وقت التعاقد.

ثانيًا- أنواع السلع:

بينما تُعقد الصفقات في الأسواق التقليدية على مختلف أنواع السلع دون تقييد، تقتصر المعاملات في بورصات البضائع على أنواع معينة من السلع فقط، وغالبًا ما تكون سلعة متجانسة ذات أهمية اقتصادية.

ثالثًا- نظام العمل:

تتسم أساليب العمل في الأسواق العادية بالتنوع وعدم الخضوع لنظام موحد، في حين تخضع بورصات البضائع لنظام وقواعد وإجراءات محددة وملزمة لجميع المتعاملين فيها، ولهذا تُسمّى بالسوق المنظمة.

رابعًا- التأثير النسبي على الأسعار:

لا تؤثر معاملات الأسواق التقليدية تأثيرًا كبيرًا على الأسعار، نظرًا لقلّة الصفقات التي تُبرم فيها وتفرقها. أما معاملات بورصات البضائع، فإنها تؤثر بدرجة كبيرة في الأسعار، لأن الصفقات التي تُعقد فيها تكون كبيرة الحجم، مركزة، ومتكررة².

خامسًا- العلاقة بين البائع والمشتري:

تكون العلاقة في الغالب مباشرة بين البائع والمشتري في الأسواق التقليدية، في حين تكون غير مباشرة في بورصات البضائع، حيث تتم الصفقات عن طريق الوسطاء والسماسرة.

¹ سعد بن علي بن تركي الجلعود، سوق السلع الدولية، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض - المملكة العربية السعودية- 2012، ص.32.

² محمد عبد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، منظمة المؤتمر الاسلامي، دبي - الامارات العربية المتحدة-، 2005، ص: 06.

سادساً- درجة التنظيم والرقابة:

تخضع بورصات البضائع لرقابة صارمة من قبل هيئات مختصة، وتُدار وفق لوائح وقوانين دقيقة تنظّم عمليات التداول وتضمن الشفافية والنزاهة. أما الأسواق التقليدية، فغالبًا ما تكون الرقابة فيها محدودة أو غير موحدة، وتختلف من سوق إلى آخر¹.

سابعاً- طريقة تحديد الأسعار:

يتم تحديد الأسعار في بورصات البضائع بطريقة علنية وشفافة من خلال تلاقي أوامر البيع والشراء داخل قاعة التداول أو عبر الأنظمة الإلكترونية، بينما تُحدّد الأسعار في الأسواق التقليدية غالبًا عن طريق المساومة المباشرة بين البائع والمشتري.

ثامناً- حجم الصفقات:

تتميز الصفقات في بورصات البضائع بأنها ذات أحجام كبيرة ومعايير موحدة، في حين تكون الصفقات في الأسواق التقليدية في الغالب صغيرة أو متوسطة الحجم، وغير موحدة من حيث الكمية أو الجودة.

تاسعاً- طبيعة المتعاملين:

يقتصر التعامل في بورصات البضائع عادة على فئات محددة، مثل المنتجين، التجار الكبار، الوسطاء، والمستثمرين المؤهلين، بينما تكون الأسواق التقليدية مفتوحة لجميع المتعاملين دون قيود تذكر.

عاشراً- نطاق السوق:

تتميز بورصات البضائع بطابعها الواسع الذي قد يمتد إلى المستوى الوطني أو الدولي، في حين يظل نطاق الأسواق التقليدية في الغالب محليًا أو إقليميًا.

الحادي عشر- وسائل التسوية والدفع:

تعتمد بورصات البضائع على أنظمة متطورة لتسوية الصفقات وضمان تنفيذ الالتزامات، مثل غرف المقاصة، بينما تتم عمليات التسوية في الأسواق التقليدية بطرق بسيطة ومباشرة، غالبًا بالدفع الفوري².

¹ حسن عبد القادر، الأسواق المالية: دراسة تحليلية، دار المسيرة، عمّان، 2012، ص 85 وما بعدها.

² Fabozzi, Frank J., *Financial Markets and Institutions*, 5e édition., Pearson Education, 2013, p: 60.

الثاني عشر- الهدف من التعامل:

يهدف التعامل في بورصات البضائع، إضافة إلى التبادل التجاري، إلى التحوط من مخاطر تقلب الأسعار وتحقيق الاستقرار المالي، في حين يقتصر الهدف في الأسواق التقليدية على البيع والشراء المباشر بغرض الاستهلاك أو التداول البسيط.

٧. المتدخلون في بورصة البضائع:

تلعب بورصة البضائع دورًا محوريًا في تنظيم السوق، وتتطلب مشاركة عدة فئات من المتعاملين لضمان فعالية التداول واستقرار الأسعار. ويمكن تقسيم المتدخلين في بورصة البضائع إلى خمسة فئات رئيسية، تختلف فيما بينها من حيث الحقوق، الواجبات، وطبيعة التعامل:

① الأعضاء الأساسيون:

منح العضو الأساسي حق التعامل المباشر في البورصة، وتشمل هذه الفئة عادة المنتجين الكبار، والموزعين، والشركات التجارية الكبرى، وشركات التصدير والاستيراد، والسماسرة المؤهلين؛ ويخضع العضو الأساسي لمجموعة من الشروط لضمان الالتزام بالقواعد المالية والتنظيمية:

- **رسوم العضوية:** يلزم دفع رسوم عالية لإدارة البورصة مقابل الحصول على حق العضوية.
- **رأس المال العامل:** يشترط أن يمتلك العضو رأس مال عامل لا يقل عن الحد الأدنى الذي تحدده كل بورصة، لضمان القدرة على تغطية التزامات الصفقات.
- **فتح حساب تداول:** يجب أن يفتح العضو حسابًا جاريًا لدى إدارة البورصة بمبلغ كبير يستخدم في التعاملات اليومية.

Ⓒ امتيازات وحقوق الأعضاء الأساسيين:

- تخصيص محطة متاجرة (Trading Floor Station) داخل البورصة، مع ممثل مقيم لإدارة وتنفيذ المعاملات الخاصة بالمستثمرين ببيعًا وشراء.
- الحق في بيع وشراء السلع مباشرة دون الحاجة إلى وسطاء.
- الحق في الترشح لمجلس إدارة البورصة والمشاركة في التصويت على القرارات الهامة المتعلقة بسياسات السوق و القاضية بتسييره والقواعد التي تحكمه.

⦿ الأهمية العملية للأعضاء الأساسيين:

الأعضاء الأساسيون يشكلون عماد النشاط داخل البورصة، حيث تُعقد معظم الصفقات الكبيرة والمعقدة من خلالها، وهم المسؤولون الرئيسيون عن توفير السيولة السوقية وتحقيق الاستقرار النسبي للأسعار.

② الأعضاء المساعدون:

الأعضاء المساعدون هم فئة من المتعاملين الذين لا يحق لهم التعامل المباشر على السلع داخل البورصة، وإنما يقومون بالمعاملات عن طريق الوسطاء الماليين (السماسرة).

⦿ الخصائص والامتيازات: التي يتمتع بها الأعضاء المساعدون

- تخفيض الهوامش والعمولات: يتمتع الأعضاء المساعدون بمزايا مالية أقل من الأعضاء الأساسيين، بما في ذلك تقليل نسبة العمولة أو تخفيض الهوامش على الصفقات.
- غياب حقوق التصويت والترشيح: لا يحق لهم الترشيح لمجلس إدارة البورصة، كما لا يملكون الحق في التصويت على القرارات التنظيمية.

⦿ الدور الوظيفي: تتيح هذه الفئة للمستثمرين الأقل خبرة أو الشركات الصغيرة فرصة المشاركة في سوق السلع العالمية، مع الاستفادة من خبرة الوسطاء دون تحمل المخاطر الكاملة للتعامل المباشر.

③ السماسرة (الوسطاء الماليون):

يعد السماسرة الوسيط الأساسي بين المتعاملين في البورصة. يقومون بتنفيذ عمليات البيع والشراء نيابة عن الأعضاء الأساسيين أو المساعدين مقابل عمولة محددة، ويعملون كضامن لتطبيق قواعد السوق وتحقيق الانسيابية في التداول.

⦿ المهام الأساسية للسماسرة:

- تنفيذ الصفقات بدقة وفقاً لأوامر العملاء.
- تقديم المشورة الفنية والأسعار الحالية للسلع.
- ضمان تسوية الصفقات وفق اللوائح المعتمدة في البورصة.

⦿ الأهمية الوظيفية للسماسرة داخل سوق البورصة:

يساهم السماسرة في تحسين كفاءة السوق، وزيادة حجم الأوامر و التداولات من خلال الحركية و الانسيابية العالية التي يتمتعون بها؛ إضافة الى الدراية الواسعة بأحوال السوق ومعلوماته و معطياته؛ وبذلك يقومون بتسهيل الوصول إلى الأسعار العادلة، وتقليل المخاطر المرتبطة بالتعامل المباشر للأعضاء المساعدين.

5 بيت التسوية (Clearing House):

بيت التسوية هو الجهاز المسؤول عن ضمان تنفيذ الصفقات داخل البورصة . ويتألف من أعضاء السوق الذين يتولون متابعة العمليات خطوة بخطوة لضمان سير المعاملات بسلاسة.

ويقوم بيت التسوية بالمهام التالية:

- **إنشاء صندوق ضمان (Guarantee Fund):** يتم تمويله جزئياً من الرسوم التي يحصل عليها من أطراف التعاقد - المتعاملين بيعا وشراء - بهدف حماية عملياتهم؛ وضمان تنفيذها.
- **متابعة حركة التعاقد:** يراقب تنفيذ كل صفقة منذ البداية حتى التسوية النهائية.
- **التحقق من الالتزامات:** يقوم بصرف المدفوعات أو تسوية أي التزامات إذا تخلف أي متعامل عن أداء واجباته المالية أو التعاقدية.

⬢ الأهمية الوظيفية لبيت التسوية:

يسهم بيت التسوية في تقليل مخاطر الطرف المقابل (Counterparty Risk) وحماية السوق من الفشل المالي للمتعاملين، وبالتالي تعزيز الثقة في بورصة البضائع.

5 المتعاملون العاديون (Ordinary Traders):

هم أي شخص مادي - مستثمر عادي - ، شخص اعتباري - مؤسسة - ، أو بنك يرغب في التعامل بالسلع الدولية.

⬢ الشروط الواجبة في تعامل العضو العادي داخل البورصة:

- يجب أن يتم التعامل من خلال وسيط (سمسار) أو عضو أساسي في البورصة، إذ لا يُسمح بالوصول المباشر إلى السوق دون وجود عضو مؤهل.

⬢ الدور الوظيفي الأساسي للأعضاء العاديين :

- تمكين المستثمرين الأفراد أو المؤسسات الصغيرة من المشاركة في بورصة البضائع.
- تسهيل التداول في السلع الدولية دون الحاجة إلى الالتزام بالشروط الصارمة للأعضاء الأساسيين.

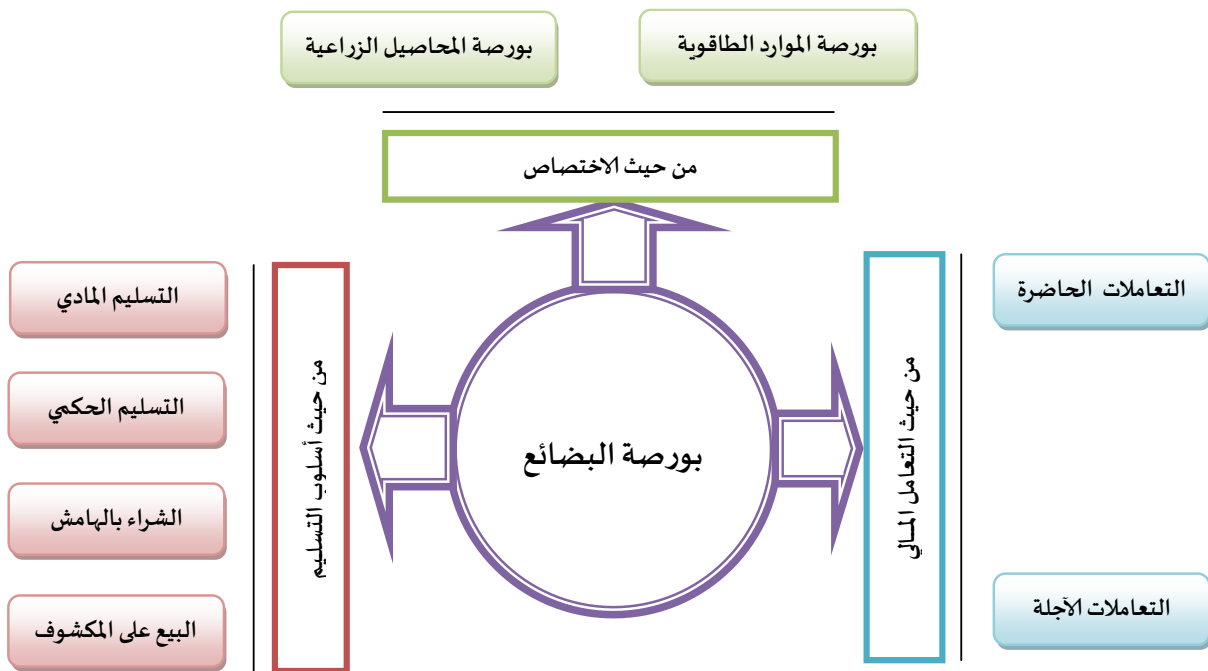
٧١. أنواع بورصات البضائع:

يمكننا أن نحدد أنواع بورصة البضائع بشكل مبسط حسب ثلاثة مجالات أساسية هي¹:

- 1- من حيث الاختصاص
- 2- من حيث التعامل المالي
- 3- من حيث أسلوب التسليم

و الشكل الموالي يوضح هذا التوزيع الذي يعتمد على العناصر سالفة الذكر؛ بشكل مبسط:

الشكل رقم 02: أنواع بورصات البضائع



المصدر: عيساني منصور، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة الجزائر 03، 2022-2023، ص: 41

٧٢. أهم بورصات البضائع الدولية:

يمكننا أن نستعرض أهم البورصات السلعية - بورصات البضائع - المتواجدة عبر أنحاء العالم و التي تتميز بحيويتها و نشاطها التجاري الكثيف؛ في الترتيب التالي:

¹ موسى حجاب، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، -، ص: 03.

① CME Group – الولايات المتحدة الأمريكية

هي أكبر مجموعة بورصات مشتقات في العالم وتضم عدة بورصات وسيطة متخصصة في العقود الآجلة والخيارات على السلع والمؤشرات المالية .

✓ مكوّناتها الرئيسية:

- **Chicago Board of Trade (CBOT)** تأسست في 3 أبريل 1848، وهي من أقدم بورصات العقود الآجلة في العالم وتُعدّ نواة سوق العقود الآجلة الحديثة .
- **Chicago Mercantile Exchange (CME)** تأسست عام 1898 «*Chicago Butter and Egg*» ثم توسعت لتشمل السلع المالية والسلعية .
- **New York Mercantile Exchange (NYMEX)** و **COMEX** منصتان مهمتان للطاقة والمعادن الثمينة؛ COMEX تحديداً هو السوق الأكبر لعقود الذهب والفضة.

✓ السلع الأساسية المتداولة فيها: نفط خام، غاز طبيعي، ذرة، فول الصويا، معادن ثمينة (ذهب، فضة)، منتجات زراعية متنوعة، عقود عملات ومؤشرات.

✓ أرقام التداول 2024–2025:

- في عام 2024 بلغ متوسط حجم التداول اليومي (ADV) رقم قياسي عالمي للمنصة الدولية (خارج الولايات المتحدة) يصل إلى حوالي 7.8 مليون عقد يوميًا، بزيادة بلغت نسبتها 14٪ بالمقارنة بسنة 2023.
- في الربع الأول من 2025 (Q1) : سجلت المنصة تعاملات بلغت 8.8 مليون عقد/يوم في التداول الدولي، بزيادة قدرت بحوالي 19٪ سنويًا .
- في الربع الثاني من 2025 (Q2) : بلغ المتوسط حوالي 9.2 مليون عقد/يوم، مرتفعًا بحوالي 18٪ عن الربع الثاني (Q2) لسنة 2024.
- في عام 2025 بالكامل أعلنت البورصة عن متوسط حجم تداول يومي سنوي قياسي بلغ 28.1 مليون عقد/يوم عبر جميع منتجاتها (شاملة السلع، الفائدة، العملات، إلخ) بزيادة قدرت بـ : 6٪ عن 2024 .

② Intercontinental Exchange (ICE) – أمريكا/أوروبا USGB

هي بورصة عالمية متعددة المنتجات وليست بورصة سلعية تقليدية منفردة، لكن عقود **ICE Futures** تُعدّ من المراجع الرائدة في طاقة النفط الخام (برنت) والسلع الزراعية فيها؛ بدأت ICE عام 1997 كنظام تسعير إلكتروني قبل أن تتوسع لتشمل بورصات عالمية متعددة.

✓ السلع الأساسية المتداولة فيها: نفط خام (برنت)، سلع زراعية، بطاقات طاقة وغاز، معدلات فائدة، عقود مؤشرات، وعقود مستقبلية وعمولات خيارات.

✓ أرقام التداول 2024-2025:

- عام 2024: حققت المنصة رقمًا قياسيًا في العدد السنوي للعقود المتداولة بمحدود 2 مليار عقد عبر جميع منتجاتها، بما في ذلك حوالي 1.2 مليار عقد سلع (Commodity contracts).
- النصف الأول من 2025: بلغ إجمالي التداولات 1.2 مليار عقد، منها 673 مليون عقد على منتجات الطاقة (مثل النفط والغاز).

③ London Metal Exchange (LME) - المملكة المتحدة

هي السوق العالمي المرجعي لتداول العقود الآجلة والخيارات على المعادن الصناعية؛ تأسست رسميًا كبورصة للمعادن في لندن سنة 1877؛ وهي توفر تسعيرًا مرجعيًا للمعدن الصناعي، وتستخدم عقودها للتحوط ضد تقلبات أسعار المعادن في الصناعات الثقيلة.

✓ السلع الأساسية المتداولة فيها: الألومنيوم، النحاس، النيكل، الرصاص، الزنك، القصدير وغيرها من المعادن الأساسية.

✓ أرقام التداول 2024-2025:

- في سنة 2024: بلغ متوسط حجم التداول اليومي في البورصة حوالي 702,639 عقد "Lots"، بزيادة قوية عن مستويات السنوات السابقة.
- في سنة 2025: أعلنت LME أن متوسط حجم التداول اليومي (ADV) ارتفع إلى 717,334 عقدًا/يوم وهو أعلى مستوى سنوي في تاريخ البورصة حتى الآن، مع تسجيل أعلى مستوى ربع سنوي في بلغ 777,016 عقد/يوم.

④ Shanghai Futures Exchange (SHFE) - الصين

هي بورصة بارزة في آسيا وتأخذ دورًا متزايدًا في تسعير العقود المستقبلية على المعادن والطاقة؛ تأسست سنة 1999 بعد دمج عدّة بورصات محلية صينية.

✓ السلع الأساسية المتداولة فيها: الألومنيوم، النحاس، النيكل، المطاط، الزنك، النفط و المشتقات النفطية

✓ أرقام التداول 2024-2025: تظهر أرقام التداولات المعطيات التالية:

- بيانات مؤشرات **CEIC** تظهر أن قيمة التداول (**Turnover**) على **SHFE** كانت في ديسمبر 2025 تصل إلى مستويات قياسية في القيمة (حوالي 43,716,687.758 مليون **RMB**¹، وهو رقم إجمالي يشمل العقود المختلفة (معادن، زراعة، طاقة... إلخ).
- وبحسب بيانات سوق العقود الآجلة الصينية الأوسع (تشمل **SHFE** و **DCE** وغيرها)، ارتفع حجم التداول السنوي إلى نحو 9.074 مليار عقد (**Lots**) في الصين خلال 2025 .

⑤ Dubai Gold & Commodities Exchange (DGCX) - الإمارات

تعتبر أول بورصة مشتقات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومرجع مهم في تداول عقود الذهب والعملات، تأسست سنة 2005.

✓ السلع الأساسية المتداولة فيها: الذهب، عقود العملات، النفط **WTI** و **Brent**، عقود الصلب والنحاس، العقود المستقبلية على شركات معدنية وعقود خيارات.

⑥ Singapore Mercantile Exchange (SMX) - سنغافورة

هي بورصة سلع متعددة المنتجات تعمل كمنصة آسيوية دولية لعقود السلع ومشتقاتها؛ حصلت على إذن كمنصة مرخصة سنة 2010 (شهر أوت)

✓ السلع الأساسية المتداولة فيها: الطاقة، المعادن الثمينة والقاعدة، السلع الزراعية، العملات والعقود ذات العلاقة بها.

⑦ Dubai Mercantile Exchange (DME) - الإمارات

تأسست في سنة 2007، وركزت على عقود نفط عمان (**OQD**) بهدف أن تكون مرجعاً لأسعار النفط في آسيا.

¹ **RMB**: اختصار للكلمة **Renmenbi** -رنمينبي- وهي العملة الرسمية في الصين؛ ومعناها ***عملة الشعب*** و اليوان هو الوحدة الأساسية من الرنمينبي و الجياو -**Jiao**- قيمته 0.1 يوان صيني؛ بينما الفن -**Fen**- قيمته 0.01 يوان صيني

وفيما يلي ملخص سنوات التأسيس للبورصات سالفة الذكر و الدولة التي توجد بها البورصة؛ مبينة في الجدول :

جدول رقم 01: ملخص كرونولوجيا تأسيس أهم بورصات البضائع عالميا.

البورصة	اختصار التسمية	الدولة	سنة التأسيس
Chicago Board Of Trade	CBOT	USA	1848
Chicago Mercantile Exchange	CME	USA	1898
Intercontinental Exchange	ICE	USA	1997
London Metal Exchange	LME	UK	1877
London International Financial Futures and Options Exchange	LIFFE	UK	1982
Shanghai Futures Exchange	SHFE	CHINA	1999
Dubai Gold & Commodities Exchange	DGCX	UAE	2005
Singapore Mercantile Exchange	SMX	Singapore	2010
Dubai Mercantile Exchange	DME	UAE	2007

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معلومات مختلفة.

ملاحظة هامة:

لماذا تعتبر هذه البورصات مهمة؟ تعتبر كذلك لأنها:

- لأنها تحدّد أسعار مرجعية عالمية للسلع الأساسية - الدولية-
- لأنها تسمح بتداول العقود المستقبلية و الخيارات للتحوّط من المخاطر السعرية
- لأنها تمثّل مراكز سيولة عالية تربط بين المنتجين و المستهلكين و المضاربين وشركات التحوط عبر مختلف قارات العالم.

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: ما المقصود بالبورصة الحاضرة للبضائع والسلع؟ وما الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق؟

السؤال الثاني: ما أنواع البورصات الحاضرة للبضائع والسلع؟

السؤال الثالث: ما دور البورصة الحاضرة في تسهيل التبادل التجاري بين أطراف السوق؟

السؤال الرابع: قارن بين البورصة الحاضرة للبضائع والسلع والبورصة الآجلة من حيث طبيعة التعاقد والتنفيذ.

السؤال الخامس: ما أثر كفاءة إدارة البورصة الحاضرة على استقرار أسعار السلع؟

المحور الثالث السلع الأساسية- الدولية-

بول كروغمان (Paul Krugman) - عالم اقتصاد أمريكي معاصر حاز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 2008-

"ارتفاع أسعار النفط والسلع الأساسية مثل الغذاء والمعادن ليس بالضرورة نتيجة سياسات نقدية (مثل طباعة النقود)، بل هو انعكاس لقوى السوق العالمية — زيادة الطلب من الاقتصادات الناشئة على موارد محدودة..." *As oil and other basic commodity prices rise, it isn't necessarily a harbinger of inflation caused by monetary policy — it reflects real global demand pressures as emerging economies grow and compete for limited supplies*

كتاباته في جريدة - (*The New York Times*)

المحور الثالث: السلع الأساسية - الدولية -

تمهيد:

السلع الأساسية، أو ما يُعرف بالسلع الدولية، هي المادة الأولية للتداول في بورصات البضائع، وهي سلع تتمتع بمواصفات ومعايير محددة تجعلها قابلة للتداول وفق أساليب ونظم غمطية. وبناءً على ذلك، لا يمكن الفصل بين طبيعة هذه السلع وبين النظم والآليات التي تحكم تداولها، كما لا يمكن فهم خصائصها بمعزل عن طبيعة الأسواق التي يتم التعامل بها، وأساليب التعاقد المطبقة عليها. وانطلاقاً من ذلك، يتناول هذا المحور مفهوم السلع الأساسية وخصائصها، مع بيان الفروق الجوهرية بينها وبين البئوع الدولية، إلى جانب تحليل الآثار الاقتصادية المترتبة على التعامل في السلع الدولية، سواء كانت آثاراً إيجابية أم سلبية.

الأهداف التعليمية للمحور: يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التعليمية، من

أبرزها:

- تمكين الطالب من التعرف على طبيعة ومواصفات السلع الأساسية، وفهم الفروق التي تميزها عن غيرها من السلع الاقتصادية.
- تعريف الطالب بآليات التعاقد على السلع الأساسية، وبيان أوجه الاختلاف بين هذه التعاقدات والبئوع الدولية.
- تعريف الطالب بأهم أسواق السلع الدولية (بورصات البضائع)، وأنواع السلع المتخصصة التي يتم المتاجرة بها.
- تحليل الآثار الاقتصادية الإيجابية والسلبية المترتبة على التعامل في السلع الدولية.

أولاً: مفهوم السلع الأساسية- الدولية-

السلع الأساسية هي سلع يتم تداولها من خلال أسواق أو بورصات متخصصة، وتتميز بوجود مواصفات وشروط محددة، ما يجعل من الصعب فصل طبيعة هذه السلع عن طبيعة الأسواق التي يتم تداولها فيها. يخضع تداول هذه السلع إلى أساليب ونظم دقيقة ومتخصصة لضمان تنظيم العمليات التجارية.

أ- تعريف السلع الأساسية - الدولية- و بورصة السلع:

① **مصطلح Commodity:** هو ترجمة للكلمة الإنجليزية التي تعني «سلعة» أو «بضاعة». الاستخدام العام للكلمة يشير إلى السلع الدولية، بينما المصطلح الاقتصادي الدقيق يستخدم عند الحديث عن **بورصات السلع الدولية** أو ما يعرف بالإنجليزية بـ **Commodity Exchange**، والتي تعني بالعربية سوق أو بورصة السلع¹.

② السلع الأساسية هي سلع ذات خصائص محددة يتم التعامل معها بيعاً وشراءً بطريقة منظمة في بورصات السلع الدولية. ويتم التداول تحت إشراف إدارة البورصة والرقابة الحكومية، باستخدام عقود نمطية (نموذجية) ووفق إجراءات متعارف عليها دولياً لضمان الشفافية والنظام في السوق².

③ هي تلك السلع ذات الطلب العالمي الكبير و المستمر، و التي تتصف بالنمطية في عقودها و التماثل في وحداتها³.

④ **بورصة السلع Commodity Exchange:** يشير المصطلح إلى الأسواق أو البورصات التي يتم فيها تداول السلع على المستوى الدولي، هذه البورصات تتعامل مع السلع وفق نظم عالمية منظمة، تحت إشراف هيئات حكومية ومن خلال وسطاء متخصصين يتولون تنسيق عمليات البيع والشراء، باستخدام عقود نمطية تحدد الشروط المختلفة للتداول مثل زمن ومكان التسليم⁴.

ثانياً: الغرض من التعامل في السلع الأساسية- الدولية-

تختلف أهداف المتعاملين في بورصة البضائع من متعامل لآخر حسب احتياجاته واستراتيجيته. ويمكن توضيح أهم هذه الأهداف كما يلي:

1. المضاربة (Spéculation):

¹ حشايشي سليمة، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، جامعة فرجات عباس - سطيف1-، دون سنة، ص: 25.

² محمد مطر، ادارة الاستثمار: الاطار النظري و التطبيقات العملية، دار وائل للنشر و التوزيع، عما - الأردن-، الطبعة الأولى، 2006، ص: 86.

³ محمد هاني، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة العقيد محند أكلي - البويرة-، 2020-2021، ص: 25.

⁴ محمد الجزار، الادخار و الاستثمار و المضاربة في البورصة، دار النفائس - بيروت- لبنان، 1998، ص: 231-237.

- المقصود بالمضاربة هو الشراء عند انخفاض الأسعار والبيع عند ارتفاعها.
- الهدف هو الاستفادة من فروقات الأسعار لتحقيق أرباح سريعة.
- غالبًا ما تؤدي المضاربة إلى ارتفاع أسعار السلع الدولية عن قيمتها الحقيقية، ما قد يؤثر سلبيًا على تكلفة الإنتاج، خاصة في حالة السلع الغذائية واسعة الاستهلاك¹.

2. التجارة (Trade):

- يتم التداول من قبل المستثمر بغرض استخدام السلعة في بلده الأصلي، سواء لإعادة بيعها كتاجر أو لاستخدامها في العملية الإنتاجية.
- هذا الهدف يركز على الاستفادة الاقتصادية المباشرة من السلعة وليس فقط على فرق السعر.

3. التحوط (Hedging)²:

- التحوط يعني حماية المتعامل من الخسائر المستقبلية نتيجة توقع أحداث غير مرغوبة قد تؤثر على الأسعار.
- يلجأ المضاربون إلى إبرام عقد ثم عقد مائل عكسي له (بيع وشراء لتغطية الخسائر المحتملة)، بحيث عند وقت التصفية يكون المتعامل قد احتاط للخسارة مسبقًا.
- الهدف الأساسي هو تقليل المخاطر وضمان استقرار الأرباح أو التكاليف.

كما يمكننا أن نجد جملة من الأهداف الأخرى للمستثمرين من التعامل في السلع الأساسية - الدولية - و التي يمكننا أن نعتبرها عامة لكل المستثمرين في كل الأسواق؛ هي:

4. الاستثمار طويل الأجل³:

- يهدف بعض المتعاملين إلى الاحتفاظ بالعقود أو السلع لفترة طويلة.
- يكون الهدف هو تحقيق عائد مستقبلي نتيجة ارتفاع متوقع في أسعار السلع، خاصة المعادن الثمينة مثل الذهب.

5. اكتشاف الأسعار⁴ (Price Discovery):

- تلعب بورصة البضائع دورًا مهمًا في تحديد السعر العادل للسلع بناءً على قوى العرض والطلب.

¹ Liu, J. & Cai, Y, Hedging versus Speculation in Emerging Commodity Markets: Evidence from China and India. *Journal of Business and Economic Options*, 8(4), 2025, pp: 23–36.

² Johnson, L. L, *The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures, Futures Trading*, Palgrave Macmillan, 2004, pp: 83-99.

³ غالم، إيهام مصطفى، تقلبات أسعار النفط ووسائل التحوط في الأسواق الأجلة. مجلة الاقتصاد التطبيقي والإحصاء، مج 13(2)، ص: 81-94.

⁴ Price discovery in agricultural commodity markets in the presence of futures speculation (2017). *Journal of Commodity Markets*, 5, pp: 50–62.

- بعض المتعاملين يشاركون في السوق للمساهمة في تكوين أسعار مرجعية تُستخدم في التجارة الدولية.

6. تأمين التوريد واستقرار الإمدادات

- تلجأ الشركات الصناعية إلى البورصات من أجل ضمان توفر المواد الأولية في الوقت المناسب وبأسعار معروفة مسبقاً.
- هذا الهدف مهم خاصة في السلع التي تشهد تقلبات حادة أو أزمات عالمية.

7. تنوع المحافظ الاستثمارية

- يستخدم المستثمرون السلع كأداة ل تنوع الاستثمارات وتقليل المخاطر، خاصة في فترات التضخم أو الأزمات المالية.

8. الحماية من التضخم

- تعتبر السلع، خاصة الذهب والطاقة، وسيلة فعالة للحفاظ على القيمة في مواجهة ارتفاع معدلات التضخم.

ثالثاً: مواصفات السلع الأساسية - الدولية -

من جملة الشروط الواجب توفرها في سلعة معينة حتى نقول أنها سلعة أساسية - دولية - نجد مايلي¹:

❖ تجانس وحدات السلعة (السلع المتماثلة Homogeneity):

يقتضي هذا الشرط أن تكون السلعة من السلع التي لا تتفاوت وحداتها تفاوتاً كبيراً، بحيث يمكن لأي كمية منها أن تحل محل كمية أخرى من نفس النوع، على أن يكون لها مثيل متوفر في السوق، مما يسمح بالتعامل بها دون تأثير جوهري لاختلاف الوحدات.

مثال توضيحي: يعدّ القمح مثلاً على السلع المثلية، لأن:

- حبوب القمح من نفس الصنف تكون متشابهة في الجودة والمواصفات.
- لا يوجد اختلاف كبير بين وحدة وأخرى.
- يمكن استبدال أي كمية من القمح بكمية أخرى من نفس النوع والجودة دون أن يؤثر ذلك على قيمتها أو طريقة التعامل بها في السوق.

¹ بالاعتماد على كل من:

- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 84-85.

- منير ابراهيم هندي، ادارة الاسواق و المنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية - مصر، ص: 234.

❖ القابلية للترتيب (التنميط):

وذلك بأن تكون السلعة قابلة للتصنيف أو التنميط في درجات من حيث الكمية والجودة والمواصفات، وذلك حتى يمكن التعامل على هذه السلع في شكل عقود نمطية (متماثلة).

❖ كبر حجم التعامل:

وذلك بأن يكون حجم العرض والطلب على هذه السلع كبيراً وهو ما يحقق السيولة للسوق التي يتم فيها التداول، وذلك يعمل على تيسير المعاملات.

❖ غير قابلة للتلف السريع: وذلك حتى يمكن تخزين السلعة لمدة أطول دون أن تتعرض للتلف و الضياع.

❖ أن تكون في صورتها الأولية: حيث يشترط أن يتم التعامل بالسلعة في صورتها الأولية أو نصف المصنعة.

❖ القابلية للقياس (Measurability): يجب أن تكون السلعة قابلة للقياس والوزن أو الحجم بدقة لتسهيل

تحديد السعر وطريقة التداول، مثال: طن من النحاس، برميل نفط، قنطار من السكر.

❖ الوحدة القياسية (Standardization): تحدد مواصفات قياسية لكل سلعة مثل الوزن، النقاء، العيار

حتى يتم التداول بعقود موحدة في البورصة، مثال: الذهب يُتداول عادة بعيار 24 قيراط، والنحاس بوزن 25 طن في بعض البورصات.

❖ النذرة؛ الأهمية و الطلب العالمي (Global Demand): يجب أن تكون السلعة تمتاز بالنذرة (أي أنها

موجودة في مناطق من العالم دون مناطق أخرى) وذات أهمية بالغة أي مرغوبة عالمياً أو على الأقل إقليمياً حتى يكون لها سوق منظمة وشفافة.

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

أ--المعادن:

تشمل المعادن المتداولة في بورصات السلع الألمنيوم، النحاس، الزنك، القصدير، النيكل، الرصاص، والبلاتينيوم، إضافة إلى المعادن المركبة من معدنين. كما تشمل أيضاً النفط ومشتقاته مثل زيت التدفئة، الجازولين، والغاز الطبيعي، فضلاً عن المعادن النفيسة مثل الذهب و الفضة والبلاتين.

ب-- المحاصيل والمنتجات الزراعية (الحبوب): مثل الذرة والقمح والقطن والكافور والبن والأرز وعصير

البرتقال وزيت الصويا، والفسق والبندق واللوز والمشمش المجفف وجوز الهند، والشعير والسكر...

ج-- الخشب و المطاط.

د-- المواشي و اللحوم.

وفيما يلي جدول تفصيلي عن أهم السلع الأساسية كما يتم تداولها في بورصات البضائع العالمية¹:

جدول رقم 02: أهم السلع الأساسية و أحجامها التي يتم تداولها في بورصات البضائع العالمية

السلعة	البورصة/ السوق	حجم العقد القياسي ²	وحدة القياس ³	مدة نهاية العقد	ملاحظات
الذهب	ICE/COMEX	100 أونصة ترويسية	أونصة ترويسية	شهري/03 أشهر	من المعادن النفيسة ذات التداول الواسع
الفضة	ICE/COMEX	5000 أونصة	أونصة	شهري	من المعادن النفيسة ذات التداول الواسع
البلاطين	NYMEX	50 أونصة	أونصة	شهري	معدن نفيس له دور صناعي وتجاري كبير
النحاس	COMEX	25000 رطل	رطل	شهري	من المعادن الصناعية الأساسية
نفط خام برنت	ICE	1000 برميل	برميل	شهري	معيّار عالمي لأسعار النفط
نفط خام WTI	ICE	1000 برميل	برميل	شهري	معيّار أمريكي شائع في العقود الآجلة
غاز طبيعي	NYMEX	10000 MMBtu	وحدة حرارية بريطانية	شهري	مشتق من الطاقة
زيت التدفئة	ICE	42000 جالون	جالون	شهري	من مشتقات النفط
الكافكاو	ICE	10 طن	طن متري	شهري	من السلع الزراعية الثقيلة
السكر	ICE	50 طن	طن متري	شهري	سلعة زراعية أساسية
القمح	LIFFE	100 طن	طن متري	شهري/ ربع سنوي	أحد أهم السلع الغذائية العالمية
الدرة	ICE	5000 بوشل	بوشل	شهري	من الحبوب الأساسية

Source: Investing.com, "Futures Specifications," disponible sur le lien suivant: <https://www.investing.com/commodities/futures-specifications>, consulté le: 30.01.2026 à 10:00

¹ CME Group, "Learn About Contract Specifications: <https://www.cmegroup.com/content/cmegroup/ar/education/courses/introduction-to-futures/learn-about-contract-specifications.html>, consulté le: 30.01.2026 à 10:00

² **حجم العقد القياسي:** هو الكمية الموحدة لكل عقد يتم تداوله في البورصة، وتُحدد البورصة نفسها لضمان التجانس وتنظيم التداول، وهي كميات ثابتة؛ **مثلاً:** الذهب 100 أونصة ترويسية، النفط 1000 برميل، القمح 100 طن ... وغيرها

³ **وحدة قياس:** تعتمد وحدة القياس على نوع السلعة (أونصة للمعادن، برميل للنفط، بوشل أو طن للحبوب)، ما يسهّل تحديد القيمة الحقيقية للعقد عند ضرب السعر في حجم العقد

لقد كانت أسواق السلع قديماً قاصرة على السلع الزراعية مثل القمح والقطن، غير أن نشاط هذه الأسواق امتد ليشمل العديد من السلع الأخرى كالمواد الطبيعية المختلفة مثل النفط والمعادن؛ وأصبح اليوم أكثر شمولية وعمق على النحو التالي:

1. سوق المنتجات الزراعية الرئيسية:

- القطن
- السكر

2. سوق الحبوب والزيوت:

- القمح
- الشعير
- الذرة
- الصويا وزيت الصويا

3. سوق البن

رابعاً: البيوع الدولية

1- تعريف البيوع الدولية: البيوع الدولية هي عمليات شراء وبيع السلع والخدمات بين الدول، أي أن طرف البيع في دولة وطرف الشراء في دولة أخرى، تهدف هذه العمليات إلى تلبية احتياجات الأسواق المحلية أو العالمية، وتشمل غالباً السلع الأساسية مثل النفط، المعادن، الحبوب، والمنتجات الصناعية.

2- خصائص البيوع الدولية: تتميز البيوع الدولية بمجموعة من الخصائص التي تفرقها عن غيرها من البيوع وعمليات التجارة؛ نذكرها فيما يلي:

- ✚ الطابع العابر للحدود : حيث تتم المعاملات بين دول مختلفة؛ مما يضيف بعداً قانونياً وجغرافياً.
- ✚ استخدام عملات مختلفة: حيث أنه غالباً ما يتم الاتفاق على عملة محدّدة لتسوية المدفوعات مثل الدولار الأمريكي أو اليورو.

✚ العقود الدولية: يتم توثيق البيوع بعقود رسمية تحدّد:

- الكمية
- السعر

■ شروط التسليم

■ طرق الدفع

■ التحكيم القانوني في حالة النزاع

🚩 **المخاطر الدولية:** وتشمل مجموعة من المخاطر المرتبطة بالسلعة و الدولة تتمثل في:

■ مخاطر سعر الصرف

■ مخاطر النقل

■ مخاطر سياسية (تغير قوانين التعامل بين الدول؛ حظر صادرات...)

🚩 **الاعتماد على اللوائح الدولية:** حيث غالبا ما تستخدم اتفاقيات مثل **INCOTERMS** لتحديد

المسؤوليات بين المشتري و البائع؛ وتشمل شروط التسليم و الشحن و التأمين.

3- أنواع البيوع الدولية : يمكننا أن نميز خمسة أنواع من البيوع الدولية حسب كل مجال سواء زمن التسليم أو طريقة التنفيذ أو الهدف أو غيرها؛ نلخصها فيما يلي¹:

I. البيوع الدولية حسب طبيعة السلعة: نميز فيها ثلاثة أنواع أساسية من البيوع؛ يمكن اختصارها على النحو التالي:

1- بيوع السلع الأساسية:

- تشمل السلع الزراعية (القمح، القطن، السكر).
- السلع المعدنية (الذهب، النحاس، الألمنيوم).
- السلع الطاقوية (النفط، الغاز).

2- بيوع السلع الصناعية:

- تشمل الآلات والمعدات و المنتجات النصف مصنعة .

3- بيوع الخدمات الدولية:

- مثل النقل و التأمين و السياحة و الخدمات المالية.

II. البيوع الدولية حسب طريقة التنفيذ: نميز فيها ثلاثة أنواع أساسية من البيوع²؛ يمكن ذكرها كالتالي:

1- البيع المباشر:

¹ اتفاقية الأمم المتحدة بشأن عقود البيع الدولي للبضائع CISG لجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي ، - فيينا 1980.

² Schwenzer, I., Fountoulakis, C., & Dimsey, M, *International Sales Law: A Guide to the CISG*, Hart Publishing, 3rd Ed, 2019, pp:37-41.

- يتم بين البائع والمشتري في دولتين مختلفتين دون وسطاء.
- شائع في الصفقات الكبيرة أو بين شركات لها خبرة دولية

2- البيع عبر الوسطاء:

- يتم من خلال شركات تجارية (وكيل تجاري) أو وسطاء دوليين.
- الوسيط لا يملك بضاعة و إنما يسهّل إتمام الصفقة مقابل عمولة.

3- البيع عبر البورصات الدولية:

- يتم في بورصات السلع باستخدام عقود نمطية موحدة.

4- البيع عبر التمثيل التجاري:

- من خلال وكيل حصري أو موزع معتمد في دولة أخرى.

III. البيوع الدولية حسب طريقة الدفع: ونميز فيها هي الأخرى ثلاثة أنواع أساسية من البيوع¹:

1- البيع النقدي:

- يتم الدفع الفوري عند التسليم أو قبله .

2- البيع الآجل:

- يتم الدفع بعد فترة زمنية متفق عليها .

3- البيع بالاعتماد المستندي:

- يتم عبر البنوك ويعتبر الأكثر أماناً وحماية .

IV. البيوع الدولية حسب طبيعة الصفقة: نميز فيها أربعة أنواع أساسية من البيوع؛ هي:

1- البيع التجاري العادي:

- يتم خلاله تصدير واستيراد بضائع مقابل ثمن نقدي.

2- البيع بالمقايضة (Barter):

- يتم خلاله تبادل سلع بسلع دون استخدام النقود.

3- البيع التعويضي:

- يكون بدفع جزء من ثمن الصفقة و الجزء الآخر يكون سلع وخدمات.

4- البيع بشرط إعادة الشراء:

- يلتزم فيه البائع بإعادة شراء جزء من الإنتاج لاحقاً.

¹ حسام سيد عبد الرحيم علي، مفهوم الدولية في عقد البيع الدولي للبضائع: دراسة تطبيقية في ضوء اتفاقية فيينا 1980، مجلة جامعة الملك سعود - كلية الحقوق والعلوم السياسية، المجلد 34، العدد 1، سنة 2022، ص ص: 111-131.

٧. البيوع الدولية حسب شروط التسليم (INCOTERMS): نميز فيها مثلاً:

- **FOB¹**: التسليم على ظهر السفينة.
- **CIF²**: السعر + التأمين + الشحن
- **EXW³**: التسليم من مقر البائع

٧١. البيوع الدولية حسب الغرض من الصفقة: نميز فيها ثلاثة أنواع:

1. التجارة المباشرة: شراء السلع وإعادة بيعها أو استخدامها في الإنتاج المحلي.
2. المضاربة: الاستفادة من تفاوت الأسعار بين الأسواق الدولية.
3. التحوط: تقليل الخسائر المستقبلية الناتجة عن تقلب أسعار السلع أو العملات.

خامساً: الفرق الأساسي بين السلع الدولية والبيوع الدولية

1. شمولية المصطلحين: مصطلح البيوع الدولية أعم و أشمل من مصطلح السلع الدولية، ويتضح ذلك من الفروقات التالية⁴:

أ- صفة الدولية في البيوع الدولية حسب اتفاقية فيينا يحكمها معياران قانونيان أساسيان - جانبان أساسيان - هما:

❖ الجانب الشخصي:

- تواجد مركز أعمال المتعاقدين في دولتين مختلفتين.

❖ الجانب الموضوعي (الصفقة نفسها):

1. ارتباط البيع بعملية نقل البضاعة من دولة إلى أخرى.
2. الاتفاق على شروط البيع يتم بين دولتين مختلفتين.
3. تسليم البضاعة المباعة في دولة أخرى غير الدولة التي تم فيها الاتفاق.

¹ **FOB: Free On Board** (البائع يسلم البضاعة على متن السفينة في ميناء الشحن؛ مباشرة بعد شحنها تنتقل المخاطر للمشتري حيث يتحمل - التأمين و الشحن البحري و المخاطر المترتبة بعد التحميل)

² **CIF: Cost, Insurance and Freight** (في هذا النوع من البيوع؛ البائع يتحمل تكلفة البضاعة و الشحن البحري و التأمين - البائع يتحمل) (التكاليف حتى ميناء الوصول برغم أنه يسلم البضاعة عند التحميل على السفينة -)

³ **EXW: Ex Works** (التسليم من مقر البائع وهذا النوع يعتبر اقل التزامات للبائع بحيث أن المشتري يتحمل كل شيء بعد التسليم مباشرة)

⁴ عيساني منصور، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

بينما هذه المعايير والضوابط لا يشترط وجودها في بيع السلع الدولية، إذ يمكن أن يمارس بيع السلع الدولية من قبل طرفين في نفس الدولة، بشرط أن تكون المعاملات وفق أعراف دولية وعقود نموذجية، وأن تكون السلع ذات طبيعة تتداول في البورصات المختلفة.

ب- محل البيع:

1. في البيوع الدولية: يمكن أن يشمل جميع أنواع السلع.
2. في السلع الدولية: يقتصر على سلعة محددة ذات مواصفات وخصائص معينة.

ت- مكان البيع:

1. السلع الدولية: يتم التعامل فيها عادة في البورصات المنظمة.
2. البيوع الدولية: لا يحدد مكاناً معيناً للبيع، ويمكن أن يتم عبر التعاقد المباشر بين البائع والمشتري.

ث- آلية التعامل:

1. في البيوع الدولية: التعامل يكون مباشرة بين البائع والمشتري، كونها عقود شخصية.
2. في السلع الدولية: غالباً يتم التعامل عبر الوسطاء أو من خلال الأسواق والبورصات.

سادساً: التعاقد على السلع الأساسية -الدولية -

يتم التعاقد على السلع الدولية في سوق البضائع الدولية وفق المراحل التالية:

① كيفية إبرام العقد: يتم إبرام العقد على النحو الآتي:

1. يتم التعامل في بورصات السلع الدولية من خلال الوسطاء (السماسرة)، ما عدا من يتمتعون بعضوية البورصة، إذ يمكنهم التعاقد بأنفسهم مباشرة. ويُعدّ عدد السماسرة أعضاء البورصة قليلاً، ويتقاضون عمولة مقابل عملهم، ويتعاقدون بصفتهن وكلاء بأجر.

وقد يكون السمسار وكياً عن البائعين والمشتريين، أو مشترئاً لنفسه وبائعاً لغيره، كما يمكن أن يكون أصيلاً عن أحد الطرفين ووكياً عن الطرف الآخر، أو أصيلاً عن كلّ من البائع والمشتري في الصفقة ذاتها.

2. لا توجد عقود مكتوبة في عمليات تداول السلع الدولية، وإنما توجد وثائق ملكية للسلعة المباعة، تكون في صورة حسابات إلكترونية للعميل يُسجّل فيها ما يشتريه أو يبيعه، إلى جانب إذن تسليم البضاعة أو شهادة المخزن¹.

¹ السلع الدولية التي يتم التعامل عليها توجد في مخازن خاصة، وهذه المخازن ليست موجودة في مكان البورصة، وإنما توجد شبكة عالمية من المخازن التجارية موجودة في مختلف أنحاء العالم، ويتم تسجيلها لدى البورصات المعتمدة كل حسب تخصصه ويوجد اتصال دائم ومستمر وتنظيم معين بين البورصات والمخازن بحيث تكون كل بورصة على علم دائم بكل عمليات التسليم والتسلم للسلع

3. تتولى إدارة البورصة إجراءات التعاقد في حالة البيع المستقبلي، وهو الغالب، سواء بالنسبة للتعاقد الأصلي أو التعاقدات العكسية المتتالية. ويتم ذلك من خلال وثائق الملكية التي لا يُذكر فيها اسم البائع أو اسم المشتري، حيث لا توجد علاقة مباشرة بين الطرفين، وإنما تتم العملية في صورة حسابات إلكترونية تعبر عن المراكز المالية لكل عميل.

② **محل العقد:** يتمثل محل العقد في كلّ من السلعة والثمن، وفيما يلي بيان ذلك بالنسبة للسلع الدولية:

1. **السلعة:** ولخصر هذا المفهوم وتبسيطه؛ نتطرق الى معالجته من حيث:

✓ **الكمية والمواصفات:**

يتم التعامل في بورصات السلع الدولية على أنواع محددة وغطية من السلع من حيث الكمية والمواصفات. فعلى سبيل المثال، في بورصة لندن للمعادن، يتم التداول وفق عقد موحد للمعادن، ومن ذلك عقد الألمنيوم، الذي تكون مواصفاته على النحو الآتي:

- حجم اللوت (Lot)¹: 25 طنًا، مع معامل تغيّر $\pm 2\%$

- الشكل: قوالب وزنها 12 الى 26 كيلوغرام أو قضبان وزنها 750 كيلوغرام.

- درجة النقاوة: لا تقل عن 99.7%.

ولا يجوز التعامل على كمية أقل من الكمية المحددة في العقد، فمن يرغب في شراء 50 طنًا، عليه شراء عقدين، ومن يرغب في شراء 75 طنًا، فعليه شراء ثلاثة عقود، وهكذا.

إضافة الى هذا يمكننا أن نشير الى أنه هناك وحدات قياس خاصة تستخدم في بورصة البضائع؛ نذكر منها²:

أ. **الأونصة الترويسية (Troy Ounce):** هي وحدة لقياس المجوهرات و المعادن النفيسة (الذهب ؛ الفضة؛

البلاتين؛ البلاديوم)؛ يعتقد بأن أصل تسميتها جاءت بعد استخدامها كوحدة لقياس الوزن في المعرض السنوي لمدينة ترويس بفرنسا في العصور الوسطى؛ وهي تساوي في قيمتها 31.1035 غرام؛ بينما الأونصة العادية تبلغ قيمتها 28.35 غرام.

ب. **الكالون (Gallon):** هو وحدة لقياس حجم السائل أو سعة الشيء الذي يخزّن فيه ذلك السائل في

بورصة السلع و البضائع؛ لكن استخدامه يعتبر أقل من البرميل؛ يعادل في بريطانيا 4.546 لتر؛ وفي الولايات المتحدة الأمريكية يقدر بـ : 3.785 لتر؛ ويعتبر هذا الأخير - الكالون الأمريكي - الأكثر استخداما في التجارة الدولية.

¹ معنى اللوت هو أقل عدد من الوحدات و التي يمكن التعامل بها في البورصات بمختلف أنواعها سواء كانت للسلع أو للأوراق المالية أو العملات أو غيرها.

² هيثم ربيع هادي الحسنوي، محمد علي ابراهيم العامري، أساسيات عقود مستقبلات السلع مع التركيز على عقود مستقبلات النفط الخام، المجلة العراقية للعلوم الادارية، جامعة كربلاء، العدد 21، 2004، ص: 26.

ت. البوشل (Bushel): هو مكيال للحبوب بأنواعها و المنتجات الزراعية (القمح؛ الشعير؛ الذرة؛ فول الصويا)؛ يساوي ثمانية كالونات (بحسب سعة الشيء الذي تقاس به السوائل)؛ ووزنه يختلف حسب السلعة؛ حيث:

- بوشل القمح = 27.2 كلغ

- بوشل الذرة = 25.4 كلغ

- بوشل فول الصويا = 27.2 كلغ

كل عقد بورصي يمثل عددا ثابتا من البوشل يساوي 5000 بوشل.

ث. الباوند (Pound): هو الرطل الانجليزي و قيمته تساوي تقريبا 453 غرام؛ يستعمل في قياس أوزان بعض السلع مثل: القطن، السكر؛ القهوة وبعض المعادن.

ج. البرميل (Barrel): يستخدم في تداول النفط الخام وبعض المنتجات البترولية.

ح. المتر المكعب (Cubic Meter): وحدة قياس تستخدم في تعبير الغاز الطبيعي وبعض المواد السائلة.

✓ من حيث تسليم السلعة:

من المعروف في المعاملات التجارية الدولية - تجارة البضائع - أن هناك نوعين من التسليم (القبض):

تسليم فعلي وتسليم حكمي.

أ- فالتسليم الفعلي (المادي) يتم بنقل السلعة المباعة إلى المشتري وحيازته لها، إلا أن هذا النوع من التسليم يكون أقل شيوعاً في بورصات السلع الدولية ولا يكاد يغطي 2% من البيوع كأقصى تقدير.

ب- أما التسليم الحكمي، فهو الغالب في هذه البورصات، ويقع عن طريق نقل ملكية السلعة والتمكين من التصرف فيها، وذلك بمنح المشتري سند ملكية في صورة إذن تسليم أو شهادة مخزن، تُفيد بامتلاكه كمية معينة من السلع بمواصفات محددة وموجودة في مخزن معين. وغالباً ما يظل هذا السند لدى السمسار إلى حين تصرف المشتري في السلعة.

ويكون ذلك في حالة البيع الحاضر، أما البيوع الآجلة . وهي الغالبة في بورصات السلع الدولية . فإن تسليم السلع يتم في المستقبل، ويُحدّد تاريخ التسليم المستقبلي بصورة نمطية في وثائق الملكية.

✓ من حيث وجود السلع محل التعامل:

السلع الدولية توجد في المخازن المسجلة عالمياً، إلا أنه قد يتم إبرام عقود بيع بكميات أكبر من الموجود فعلياً من السلعة، وهو ما يُعرف بـ البيع على المكشوف؛ وتحدث هذه الحالة في حوالي 98% من العقود، وخصوصاً في العقود المستقبلية التي تمثل النسبة الغالبة من التداول.

وعادةً، لا يتم تسليم السلع فعليًا في هذه العقود، وإنما تُجرى عملية تصفية العقود من خلال عقود معاكسة¹.

✓ حدود المعاملات:

يتم تحديد الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون في حوزة مستثمر واحد، وذلك للحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يقوم بها بعض المتعاملين.

2. الضمن: في جانب الضمن يمكننا أن نركز على العناصر التالية:

✓ نوع العملة التي يتم بها التسعير ودفع الضمن:

يتم تسعير السلع ودفع أثمانها في الأصل بالدولار الأمريكي، ومع ذلك يمكن التعامل في بعض البورصات بعملات بديلة محددة، مثل الين الياباني والجنيه الإسترليني واليورو الأوروبي.

✓ السعر: قابل للتفاوض طبقا لظروف العرض و الطلب وطريقة وموعد دفع الضمن.

✓ حدود الأسعار: نظرًا لأن التعامل في بورصات السلع الدولية يقوم أساسًا على جني فروق الأسعار، ولمنع استغلال المضاربين لهذا الأمر والتلاعب بالأسعار لتحقيق أرباح غير مشروعة، تفرض البورصات حدودًا قصوى للتغيرات السعرية اليومية صعودًا وهبوطًا؛ وبموجب هذه الحدود، إذا زاد سعر السلعة أو انخفض عن الحد المقرر خلال يوم التداول، تتوقف البورصة عن التعامل على هذه السلعة حتى اليوم التالي؛ ويختلف هذا الحد من بورصة إلى أخرى، ومن سلعة إلى أخرى داخل البورصة نفسها؛ فعلى سبيل المثال، في بورصة لندن للمعادن يُحدّد الحد الأدنى للتغير السعري لبعض المعادن بخمسين سنتا (50 سنت) أمريكيًا للطن الواحد.

أما في بورصات شنغهاي، فقد حددت التعليمات حدود التغير السعري لمعادن النحاس والألومنيوم والرصاص والزنك بنسبة $\pm 3\%$ ، بينما تُحدّد الحد بالنسبة لمعدني النيكل و الحارصين بنسبة $\pm 2\%$.

3 دفع الضمن:

¹ عقد معاكسة: هو عقد يتم فتحه بغرض إلغاء أو تصفية عقد سابق، بحيث لا يتم تسليم السلعة فعليًا، وإنما يُغلق المركز المالي للمتداول عن طريق صفقة مقابلة؛ حيث يتم فيه العمل كما يلي:

1. لنفترض أن شخصًا اشترى عقدًا آجلًا لشراء 100 طن من القمح بسعر محدد.
2. قبل موعد التسليم الفعلي، يمكنه بيع عقد مطابق (نفس الكمية، نفس السلعة، نفس تاريخ الاستحقاق).
3. عند القيام بذلك:

- يُلغى التزام التسليم الفعلي للسلعة.
- يتم احتساب الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، ويُسدّد أو يُستحقّ الربح أو الخسارة نقدًا.

في **التعاملات الحاضرة**، يتم دفع الثمن عند إبرام العقد عن طريق **التحويلات البنكية**، وغالبًا ما يُشترط دفع الثمن مقدمًا عند إرسال أمر الشراء إلى السمسار. كما يكون للمتعاملين الدائمين حساب جارٍ لدى السمسار يُستخدم في تسوية المدفوعات.

أما في **التعاملات الآجلة**؛ وهي الغالبة في بورصات السلع فلا يتم دفع الثمن عند التعاقد، وإنما يُحَصَّل هامش ضمان يُعد بمثابة تأمين على جدية التعامل، وتتراوح نسبته عادة بين 2 % و 7% من قيمة العقد، ويدفعه كل من البائع والمشتري. ولا يُعد هذا الهامش مقدمًا للثمن، بل هو مبلغ تأمين يُدفع لإدارة البورصة لضمان وفاء كل طرف بالتزاماته عند تصفية العقد.

ويكون الهامش على نوعين:

1- **الهامش المبدئي (Initial Margin)**: هو المبلغ الذي يودعه كل من البائع و المشتري عند إبرام العقد؛ وتتراوح عادة قيمته بين 2 % إلى 7% من قيمة العقد.

2- **هامش الصيانة (Maintenance Margin)**: هو مبلغ إضافي يُلزم الطرفان بدفعه إذا تغير السعر بشكل كبير خلال فترة العقد للحفاظ على استمرارية المركز المالي؛ وهو يهدف إلى تجنب الخسائر الكبيرة وضمان الوفاء بالالتزامات.

سابعاً: العوامل المحركة لأسعار السلع الأساسية -الدولية -

خلال العقود القليلة الماضية، شهد العالم نمواً اقتصادياً عالمياً متسارعاً أدى إلى توسيع نطاق النشاط التجاري والمالي، مما انعكس بشكل مباشر على أسواق السلع الدولية؛ فقد أصبحت هذه الأسواق مقصداً رئيسياً للمستثمرين والمتداولين الباحثين عن فرص استثمارية جديدة وتحصيل عوائد مالية من تقلبات الأسعار؛ ومع زيادة سهولة الوصول إلى الأسواق المالية واعتماد التكنولوجيا الرقمية في عمليات التداول، أصبح بإمكان شريحة أوسع من المستثمرين المشاركة في سوق السلع، باستثمارات متنوعة سواء في شكل عقود فورية أو عقود آجلة.

إلا أن سوق السلع يتميز بطابع متقلب وعالي المخاطر، حيث تؤثر التغيرات المفاجئة في الأسعار على استراتيجيات التداول وتقييم المخاطر المالية للمستثمرين؛ وتنبع هذه التقلبات من مجموعة من العوامل الأساسية، يمكن تلخيصها فيما يلي:

■ العرض و الطلب:

تتغير أسعار السلع تبعاً لتغير معدل الطلب عليها؛ وتنص القاعدة الأساسية على أن أسعار السلع ترتفع كلما زاد الطلب عليها، كما تتأثر الأسعار أيضاً بالإجمالي المعروض من السلعة إذ يرتفع سعر السلعة عند حدوث انخفاض في المعروض أو المخزون المتاح منها، بينما ينخفض السعر عند زيادة المعروض أو انخفاض الطلب على

السلعة؛ كما أن أي تغيير في الإنتاج العالمي أو في مستويات الطلب الاستهلاكي قد يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الأسعار بشكل سريع.

▪ تغير أسعار العملات:

تؤثر تقلبات أسعار العملات على تكلفة السلع عند التداول دوليًا، خاصة أن معظم السلع الأساسية تُسعر بالدولار الأمريكي، مما يجعل المتعاملين عرضة لتقلبات سعر الصرف.

▪ العوامل الجيوسياسية و الصراعات الدولية:

النزاعات السياسية، والعقوبات الاقتصادية، وأحداث الإمداد غير المتوقعة يمكن أن تُحدث اضطرابًا كبيرًا في أسواق السلع، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار أو نقص المعروض.

▪ السياسات الحكومية:

تشمل هذه السياسات الضرائب، والدعم، والقيود على التصدير والاستيراد، والتي تؤثر بشكل مباشر على الأسعار والتداول في الأسواق الدولية.

▪ النمو الاقتصادي العالمي:

ارتبط الطلب على السلع الأساسية ارتباطًا وثيقًا بمستوى النشاط الاقتصادي العالمي. فزيادة النمو الاقتصادي تعزز الطلب على الموارد الأولية، مما يرفع الأسعار، والعكس صحيح عند تباطؤ النمو.

▪ العوامل الطبيعية:

تلعب **العوامل الطبيعية** دورًا حاسمًا في تحديد أسعار السلع الأساسية، وخاصة في القطاع الزراعي. فمثلاً، يمكن أن يؤدي الطقس الجيد إلى إنتاج محصول وفير، مما يزيد حجم المعروض من السلع ويؤدي إلى استقرار أو انخفاض الأسعار؛ أما الأحوال الجوية السيئة، مثل الجفاف أو العواصف، فقد تؤدي إلى تدمير المحاصيل، مما يسبب نقصًا في المعروض وارتفاع الأسعار في السوق.

ولا يقتصر تأثير العوامل الطبيعية على القطاع الزراعي فقط، بل يمتد أيضًا إلى أسعار الطاقة مثل النفط والغاز الطبيعي، فعلى سبيل المثال، يمكن أن تؤدي موجات البرد الشديدة إلى زيادة الطلب على منتجات الطاقة للتدفئة، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الطاقة في الأسواق العالمية.

▪ تكاليف النقل و التخزين:

على الرغم من أن تكلفة النقل لا تُعد عاملاً رئيسيًا في تحريك أسعار السلع الأساسية، إلا أنه في بعض الحالات—مثل فترات فائض المعروض—قد تُستخدم ناقلات النفط الخام كحاويات تخزين. ويؤدي هذا الإجراء إلى خروج عدد من الناقلات من سوق النقل، مما يترتب عليه ارتفاع معدلات أسعار الشحن.

باختصار، يمكن القول إن أسواق السلع الدولية تمثل مزيجاً معقداً من الفرص الاستثمارية والمخاطر المالية، حيث تتقاطع فيها العوامل الاقتصادية، والسياسية، والجيوستراتيجية، مما يجعل فهمها وتحليلها ضرورة أساسية لأي متداول أو مستثمر يسعى لتحقيق النجاح في هذا المجال.

ثامنا: آثار التعامل بالسلع الأساسية -الدولية -

ويمكن في هذا الصدد؛ الإشارة إلى¹:

✚ الغرض من التعامل على السلع الدولية: إذا كان الغرض من البيع العادية (دولية أو محلية) هو شراء السلع بغرض استخدامها سواء لنشاط استهلاكي أو إنتاجي أو للتجارة فيها لمن حرفته التجارة وعادة يتم تسليم الثمن واستلام السلعة استلاماً فعلياً مادياً؛ فإنه في بيع السلع الدولية يتم التعامل بها لعدة أغراض كالحاجة للسلعة لاستخدامها في النشاط الصناعي، أو المتاجرة بها، أو للاستثمار، أو للمضاربة أو التحوط، وقد يظن البعض أن الأغراض متساوية في التعامل أو بينها شبه كبير ولكن الحقيقة أن التعامل من أجل الحصول على السلعة لاستخدامها في النشاط الصناعي لا يكاد يذكر، وأنه إذا كانت المضاربة والتحوط والاتجار والاستثمار في السلع الدولية تقوم من حيث الشكل والظاهر على البيع والشراء إلا أنه من حيث الجوهر يوجد اختلاف بينهما²:

- فالمضاربة Spéculation : تعني بيع وشراء لا حاجة لهذه السلعة ولكن للاستفادة من فروق الأسعار وعادة لا يتم تسليم ولا تسلم للبديلين والتعامل بها يكون في عقود مستقبلية.

- أما التحوط أو الوقاية Hedging : فهي بيع وشراء كمية متساوية من نفس السلعة في نفس الوقت، وذلك بأن يبرم الشخص عقد شراء مستقبلي لسلعة ما ولحمايته من انخفاض الأسعار عند التصفية أو التنفيذ يبيع عقداً مستقبلياً مماثلاً أو العكس، فهو عقد مستقبلي مضاد للعقد المستقبلي الذي أبرمه.

- أما التجارة: فهي شراء سلعة وإضافة منافع لها زمانية بالتخزين لفترة أو مكانية بالنقل من مكان إلى مكان، أو عينية بالتعبئة والتغليف، ثم يتم بيعها، ويكون فيها تسليم واستلام فعليين.

✚ التحليل الاقتصادي للتعامل في السلع الدولية: يعنى بالتحليل الاقتصادي للتعامل في السلع الدولية

تحديد الآثار المفيدة والنافعة والآثار الضارة وفي هذا المجال تجدر الإشارة إلى أن واقع بورصات السلع الدولية تقوم

¹ Chibuikem Dibor Alfred, Mehdi Seradj, Ozioma Onyeibor, *The Effects of International Commodities Trading on Economic Growth from a Developing Economy Perspective: An Evidence of Frequency Domain Causality and ARDL, science development , volume 6, issue 3, 2025, pp:82-96.*

² Bohl, M. T., Irwin, S. H., Pütz, A., & Sulewski, C., *The impact of financialization on the efficiency of commodity futures markets. Journal of Commodity Markets, 2023,*

على البيوع الآجلة بشكل أساسي يعادل حوالي 98% من المعاملات التي تتم فيها ؛ وأن المعاملات الحاضرة لا تمثل سوى 2% ويتم بعضها عن طريق البيع على المكشوف والشراء بالهامش، لذا فإن الاقتصاديين حينما يتناولون عملية التحليل الاقتصادي ينظرون الى هذا الواقع؛ وهذا ما سندكره على النحو التالي:

أ- الآثار المفيدة اقتصاديا للتعامل في السلع الدولية: التعامل في السلع الدولية له مجموعة من الآثار الإيجابية على الأفراد والاقتصاديات والأسواق، نلخص في الآتي¹:

- تفيد هذه الآلية المشتري الذي يحتاج إلى سلعة معينة، إذ تُمكنه من التعاقد على شراء السلعة في الوقت الحالي بسعر محدد، مما يجنبه مخاطر ارتفاع أسعارها في المستقبل. ولا يكون المشتري ملزماً بدفع كامل الثمن، بل يقتصر الأمر على دفع الهامش، والذي يُقدَّر بنسبة من قيمة العقد.
 - تفيد هذه الآلية البائع الذي يبيع السلعة بسعر محدد على أن يتم تسليمها في المستقبل، إذ تجنبه مخاطر تذبذب الأسعار نحو الانخفاض، وتضمن له تصريف بضاعته قبل إنتاجها.
 - تفيد المضاربين الذين يهتمون الفرص ويضاربون على تقلبات الأسعار بجني الأرباح من فروق الأسعار التي يضاربون على هبوطها أو صعودها.
 - تعمل على إحداث توازن بين العرض والطلب الدولي على السلع ، نظراً لاستمرارية السوق والسيولة التي تُحدثها.
 - تعزيز السيولة في الأسواق و يزيد من حجم التداول، مما يرفع مستوى السيولة ويُحسن كفاءة عمل الأسواق.
 - تشجيع الاستثمار والإنتاج حيث يمنح المنتجين الثقة في تسويق منتجاتهم مسبقاً، مما يشجعهم على زيادة الإنتاج والتوسع.
 - دعم التجارة الدولية حيث يساهم في تسهيل انسياب السلع بين الدول وتعزيز الترابط بين الأسواق العالمية.
 - تحسين الشفافية واكتشاف الأسعار؛ حيث تساعد الأسواق الدولية في تكوين أسعار عادلة تعكس ظروف العرض والطلب العالمية.
 - تحقيق استقرار الأسعار يساهم في الحد من تقلبات الأسعار من خلال إتاحة أدوات التحوط ضد مخاطر الارتفاع أو الانخفاض المفاجئ.
 - إدارة المخاطر؛ بحيث يمكن المنتجين والمشتريين من حماية أنفسهم من مخاطر تذبذب الأسعار المستقبلية، خاصة في السلع الأساسية.
- أ- الآثار السلبية - الضارة - اقتصاديا للتعامل في السلع الدولية: إذا لم يكن التعامل في السلع الدولية منظماً أو استُخدم بشكل مفرط؛ فيمكننا أن نتحدث عن آثار ضارة، يمكننا أن نلخصها في النقاط التالية:

¹ محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي، 2005.

- زيادة التقلبات السعرية: قد تؤدي المضاربات المفرطة إلى تقلبات حادة في أسعار السلع بعيداً عن أساسيات العرض والطلب.
- المخاطر المالية: استخدام الرافعة المالية قد يسبب خسائر كبيرة وسريعة للمتعاملين، خاصة غير ذوي الخبرة.
- عدم تكافؤ المعلومات: تمتع بعض الأطراف بمعلومات أو أدوات أفضل قد يضعف عدالة السوق ويضر بالمتعاملين الصغار.
- التأثير السلبي على المستهلك النهائي: ارتفاع أسعار السلع الأساسية نتيجة المضاربات قد ينعكس سلباً على تكلفة المعيشة.
- إمكانية تكوين فقاعات سعرية: التدفقات الاستثمارية الكبيرة قد ترفع الأسعار بشكل غير مبرر، ثم تؤدي إلى انهيارات مفاجئة.
- تعقيد الأدوات المالية: بعض عقود السلع تحتاج إلى فهم فني عالٍ، ما يزيد احتمالات سوء التقدير واتخاذ قرارات خاطئة.
- إن معنى الاستثمار الحقيقي هو الإضافة الرأسمالية للاقتصاد والتعامل في السلع الدولية لا يتحقق فيه معنى الاستثمار بهذا المفهوم.

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: ما المقصود بالسلع الأساسية (السلع الدولية)؟ وما الخصائص التي تميزها عن غيرها من السلع الاقتصادية؟

السؤال الثاني: لماذا تُعد السلع الأساسية قابلة للتداول في بورصات البضائع دون غيرها من السلع؟

السؤال الثالث: ما المقصود ببورصة البضائع؟ وما الدور الذي تؤديه في تنظيم تداول السلع الأساسية؟

السؤال الرابع: قارن بين تداول السلع الأساسية في بورصات البضائع والبيوع الدولية من حيث آلية التعاقد والتنفيذ.

السؤال الخامس: حلّل دور بورصات البضائع في اكتشاف الأسعار والحد من تقلباتها.

المحور الرابع

كفاءة السوق المالية الدولية

يوجين فرانسيس فاما (Eugene Francis Fama) - عالم اقتصاد أمريكي معاصر و الأب المؤسس لنظرية كفاءة السوق المالية حاز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 2013-

" في السوق الكفاء، تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة، وبالتالي يصبح من المستحيل تقريباً تحقيق أرباح تفوق السوق بشكل مستمر..."

بحث أكاديمي عنوانه - (*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*)

المحور الرابع: كفاءة السوق المالية الدولية

تمهيد:

تُعَدّ البورصة الحاضرة للبضائع والسلع من أهم الأطر التنظيمية لتداول السلع الأساسية في الوقت الحالي حيث يتم فيها إبرام الصفقات وتسليم السلع فوراً أو خلال آجال قصيرة. وتمثل هذه البورصات حلقة وصل بين المنتجين والتجار والمستهلكين ضمن سوق منظم تحكمه قواعد واضحة. كما تساهم في تعزيز شفافية الأسعار وتحقيق كفاءة التبادل التجاري. وتتنوع البورصات الحاضرة بحسب طبيعة السلع المتداولة وآليات عملها. وتبرز أهمية إدارتها في ضمان حسن سير التداول وحماية أطراف السوق.

الأهداف التعليمية للمحور: يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التعليمية، من

أبرزها:

- تمكين الطالب من التعرف على مفهوم البورصة الحاضرة للبضائع والسلع وخصائصها.
- توضيح أنواع البورصات الحاضرة وفق طبيعة السلع المتداولة.
- تعريف الطالب بآليات إدارة البورصة الحاضرة ودور الهيئات المشرفة عليها.
- تعريف الطالب بمختلف أعضاء البورصة الحاضرة و المتدخلين فيها.
- إبراز أهمية البورصات الحاضرة في تنظيم الأسواق وتحقيق الشفافية السعرية.
- تنمية قدرة الطالب على تحليل دور البورصة الحاضرة في دعم استقرار أسواق السلع.

تمهيد: لقد أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

كما تعتبر الكفاءة من أهم مؤشرات نجاح وقوة سوق الأوراق المالية، فهي تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وفي ظل عدم وجودها تكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم لتحقيق أرباح خاصة بهم، وبناء عليه سنحاول من خلال هذا المحور إعطاء مفهوم عام للكفاءة، أنواعها، إيضاح الصيغ المختلفة لها وفي الأخير ذكر متطلباتها.

1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية: يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية *Market Efficient*

على أنه "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة *Value Fair* تعكس تماما قيمته الحقيقية *Value Intrinsic* التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه¹.

ويعرف آخرون السوق الكفاء على أنه السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتحدد الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها.

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها: تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة

تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص38.

السوق كفاءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب :

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق .
 - توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق .
 - الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.
- ويبقى معنى كفاءة سوق الأوراق المالية يدور حول مدى إمكانية السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وفهمها ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية، لذا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تعتبر دالة للمعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وهذه المعلومات تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقا وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقا، فكما تصل المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائيا، هذه العشوائية ليست ناجمة عن قوى الطبيعة ولكنها تنتج عن محاولة كافة المشاركين في السوق تحقيق الأرباح من خلال استخدام ما لديهم من معلومات، حيث تقوم أعداد كبيرة منهم بمحاولة اقتناص أي فرصة تتاح من أقل معلومة تتوافر لديهم، مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات بسرعة في السعر السوقي للورقة على نحو تنعدم معه فرصة أيا منهم في تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

وعليه، ومن خلال كل ما سبق نقول باختصار أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني استجابة أسعار هذه الأوراق لأي معلومة جديدة.

2. خصائص السوق الكفاءة:

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي تتميز بها السوق الكفاءة؛ نعددها فيما يلي :

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة .
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول .
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

■ في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على **كفاءة نظم المعلومات المالية** ، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في :

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة .

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

3. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية: هناك نوعان من الكفاءة، هما:

1-3- الكفاءة الكاملة: يمكن القول أن السوق الكفاء هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا بالطبع يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثمّ لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية:

❖ عدم وجود قيود على التعامل، مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية، مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبياً؛

❖ توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، بدون تكاليف ما يسمح أن تكون توقعات المتعاملين متماثلة؛

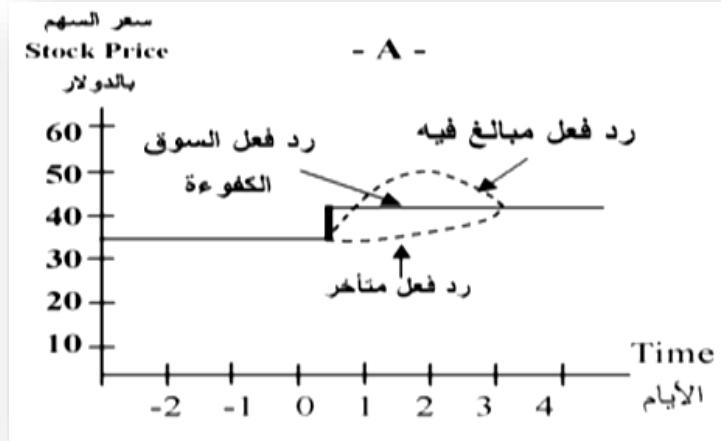
❖ وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛

❖ تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

2-3- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.

و لتوضيح سلوك السعر في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، وبافتراض وصول معلومات تفاعلية -كالزيادة في المبيعات - إلى سوق الأوراق المالية، نرصد التغيرات الحاصلة في الأسعار في الشكل الموالي:

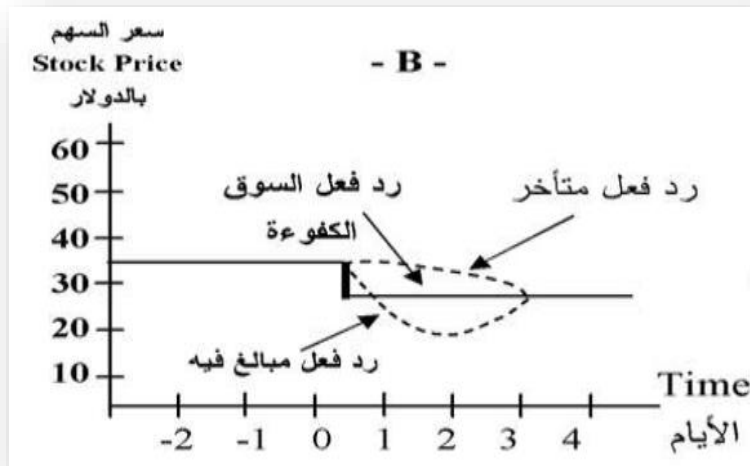
الشكل رقم 03: التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تفاعلية)



المصدر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات) ، الدار الجامعية، مصر، سنة 2000، ص: 211.

أما في حالة وصول معلومات تشاؤمية نرصد الشكل التالي:

الشكل رقم 04: التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تشاؤمية)



المصدر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات) ، الدار الجامعية، مصر، سنة 2000، ص: 211.

-حسب الشكل -A- كانت القيمة السوقية للسهم 35 دولار وعند وصول أنباء جيدة إلى السوق بشأن المنشأة المعنية قدرت القيمة الحقيقية للسهم بما يعادل 40 دولار، وعليه في ظل الكفاءة الكاملة سيرتفع سعر السهم فوراً من 35 دولار إلى 40 دولار وهو ما يعكسه الخط الداكن، أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف إذ يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج بنتيجة بشأن القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم. وهذا يعني بالتبعية وجود فاصل زمني منذ وصول المعلومات وإلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية، وهو ما يعكسه الخطين المتقطعين، واللذان يعكسان تصورين مختلفين.

■ **التصور الأول:** أن بيت السمسرة أبلغ عملاءه بالمعلومات فور ورودها وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم. على ضوء هذه المعلومات قد يسارع بعضهم بإصدار أوامر لشراء السهم مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة-يبلغها لأولئك العملاء- تقضي بأن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، بالطبع يمضي المزيد من الوقت حتى تصدر أوامر الشراء ليأخذ سعر السهم في الارتفاع-تحت وطأة زيادة الطلب- إلى أن يصل إلى قيمته الحقيقية، وهو ما يصوره الخط المتقطع السفلي؛

■ **التصور الثاني:** يشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التي حصلوا عليها من بيت السمسرة كان مغال فيه لدرجة أن سعر السهم ارتفع على إثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية، وهو ما يوضحه المنحنى المتقطع الأعلى.

كما يبدو فإنه في ظل التصورين ستصل القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الحقيقية ولكن بعد مضي بعض الوقت الذي يتوقع أن يكون قصيراً، هذا التحليل بالنسبة للنظرة التفاضلية ونفس التحليل يكون بالنسبة للشكل -B- لكن بمعلومات تشاؤمية.

4. صيغ كفاءة السوق المالية الدولية:

إن أسعار الأوراق المالية تعكس تماماً المعلومات المناسبة المتاحة، في هذا الإطار تطرح عدة أسئلة أهمها: ما هي المعلومات المناسبة - *relevant information* - ما هي طبيعتها؟ ما هو ترتيبها بالنسبة للفترة التي يراد فيها معرفة كفاءة السوق؟ هل بإمكان أشخاص معينين الحصول عليها قبل غيرهم؟ انطلاقاً من الإجابة على هذه الأسئلة وغيرها يمكن التمييز بين ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق هي: الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية¹.

أولاً: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية²: هذه السوق قد تتيح المعلومات إلى بعض المتعاملين وتخفيها عن البعض الآخر، وبالتالي فهي لا تتمتع بالشفافية الكاملة، أما عن المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين فهي المعلومات التاريخية التي تعبر عن أداء السهم وأداء المؤسسة في الماضي، لهذا يمكن القول أن المتعاملين في هذه

¹ Francis Clarch, Management Of Investment, McGraw, 20 th édition, JAPAN, 2010, P: 465

² الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق هي تلك الصيغة التي تعتمد في تحليلها للسوق وحركة الأوراق المالية على المعلومات التاريخية؛ ونسميها باللغة الانجليزية - *Weak Form*

السوق لا يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية عند استغلالهم المعلومات التاريخية المتاحة للجميع. هذا يعني أن في هذه السوق هناك بعض المتعاملين دون غيرهم يحصلون على بعض المعلومات السرية تسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين؛

ثانيا: **الصيغة المتوسطة (شبه القوية) لكفاءة سوق الأوراق المالية¹**: في هذه السوق، تتمثل المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين في المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية حيث أن هذه المعلومات تنعكس بسرعة على الأسعار وبالتالي فالمتعاملين لا يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية اعتمادا على حيازتهم على هذا النوع من المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية التي تكون متاحة لهم في نفس الوقت، إلا أن بعض المتعاملين يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين نظرا لامتلاكهم لبعض المعلومات الخاصة لاستعمالها في عمليات التداول التي يقومون بها؛

ثالثا: **الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية²**: في هذه السوق تكون كافة المعلومات وبأنواعها الثلاثة (التاريخية، الحالية، الخاصة) متاحة لجميع المتعاملين في السوق وبالتالي ستنعكس على سعر الورقة وبسرعة عالية، حيث لا يمكن لأي متعامل في السوق استغلال أي معلومة تتاح له بصورة خاصة في تحقيق الأرباح غير العادية على حساب باقي المتعاملين، ويتطلب ذلك تحقيق شرطين مهمين هما:

■ يجب أن تكون كل المعلومات التاريخية، الحالية والخاصة متاحة لجميع المتعاملين في توقيت واحد وعلى قدم المساواة؛

■ يتم تحليل الآثار المترتبة على هذه المعلومات بسرعة عالية بواسطة السوق، وتكون نتائج هذا التحليل متاحة للجميع مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات في سعر الورقة بصورة آنية.

يلخص لنا الجدول التالي ما سبق شرحه عن الصيغ الثلاث.

جدول رقم 03: أنواع صيغ كفاءة السوق المالي

الصيغة و المعلومات	تاريخية	حالية	خاصة (داخلية)
الصيغة الضعيفة	X		
الصيغة المتوسطة (شبه قوية)	X	X	
الصيغة القوية	X	X	X

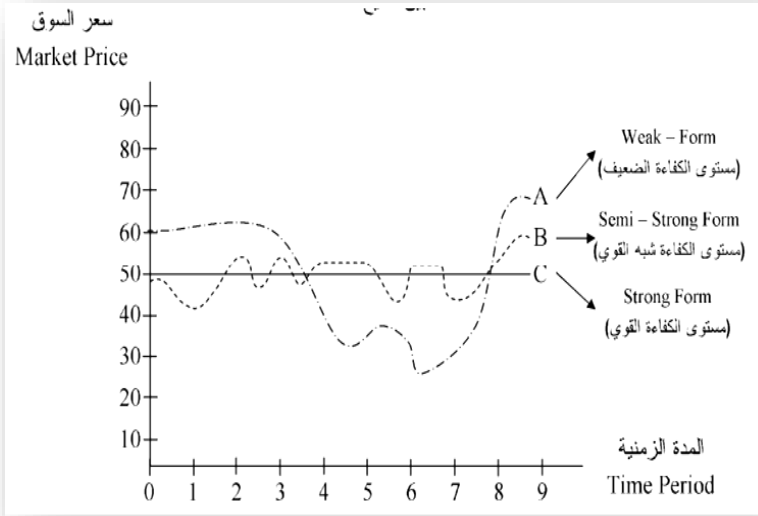
المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعطيات النظرية

وبين الشكل التالي لبيانات السوق؛ العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية الدولية:

¹ الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق هي تلك الصيغة التي تعتمد في تحليلها للسوق وحركة الأوراق المالية على المعلومات التاريخية و الحالية؛ ونسميها باللغة الانجليزية - **Semi-strong Form**

² الصيغة القوية لكفاءة السوق هي تلك الصيغة التي تعتمد في تحليلها للسوق وحركة الأوراق المالية على المعلومات التاريخية و الحالية و المتوقعة لاحقا بناء على توفر المعلومات الدقيقة؛ ونسميها باللغة الانجليزية - **Strong Form**

الشكل رقم 05: العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق المالية



المصدر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات)، الدار الجامعية، مصر، سنة 2000، ص: 212.

- يتضح من الشكل أعلاه أن سوق الأوراق المالية لكي يكون كفؤاً بالمستوى المتوسط لابد أن يكون كفؤاً بالمستوى الضعيف أولاً. ولكي يكون كفؤاً بالمستوى القوي لابد أن يكون كفؤاً بالمستوى المتوسط والضعيف، فالمنحنى **A** يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق -القيمة السوقية- وقيمتها الحقيقية. في حين أن المنحنى **B** يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة في السوق -القيمة السوقية- وقيمتها الحقيقية، بينما يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساوٍ للصفر عند المنحنى **C** حيث تكون السوق ذات كفاءة عالية وعالية جداً.

5. متطلبات كفاءة سوق المال الدولية:

لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هناك مجموعة من المتطلبات التي يجب توافرها، من أهمها نذكر¹:
أولاً: الكفاءة التسعيرية: يطلق على الكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية، يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، وهذا يصبح التعامل في هذا السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، فإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمر صعب في السوق إلا أنه أيضاً أمر غير مستحيل، فقد يبنى

¹ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص 50-51.

مستثمر عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى عدم كفاءة السوق وإنما إلى جهل المستثمر أو كسله؛

ثانيا: الكفاءة التشغيلية: يطلق عليها بالكفاءة الداخلية، يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه. وتتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق من خلال مواجهة حالات الطلب الكبير وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهامش منخفضة.

تقتضي الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية ما يلي:

✓ قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم؛

✓ التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة، حيث يدفع هذا التنافس معدلات العمولة والهوامش إلى الانخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

ثالثا: الكفاءة التخصيصية: تعبر الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى الحالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، حيث يعكس هذا التفضيل ربحية هذه الحالات؛

رابعا: الكفاءة الهيكلية: هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق، فتقاس بعدد المشاركين فيه، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، إذ أن تنوع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول وكذلك تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة يترتب عنه رفع كفاءة السوق.

خامسا: الكفاءة التنظيمية: تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر التالية :

-توفر إطار تنظيمي واضح للسوق: إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم عمل السوق، حيث تحدد من خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤون السوق؛

-تنظيم مهمة الوساطة: إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصاتهم وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات؛

-كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها: إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم توسعه وحجم التداول فيه وبالتالي تؤدي الخدمة بشكل فعال؛

– الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة: إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في الوقت المناسب لأعمال السوق؛

– يجب أن تلعب مهنة المحاسبة والمراجعة دورها في التحقق من مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة؛
– كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف ببيئة أو لجنة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة، على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطاتها من مجموعة من النظم والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

– توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات.

سادسا: الكفاءة الفنية (التقنية): ومن أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي:

– التنوع في الأدوات المالية: ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنوع، مما يحقق لأصحاب هذه المحافظ عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة؛

– التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة: لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق إلا إذا كانت تتصف بالحركية الدائمة مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة، كما نلمس ضرورة وجود صناع سوق للمساهمة في خلق سيولة للأوراق المالية؛

– العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول: إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأوراق المالية للشركة، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لمطامع الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

6. خصائص الأسواق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية: تمتاز السوق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية بالخصائص التالية:

I. السيولة: وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة دون خسارة و الأصول كلّما كانت سائلة كلّما كانت سهلة قابلة للتسويق بسرعة.

II. استمرارية السعر: وهذا يعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.

III. عمق السوق واتساعه: السوق العميقة هي السوق التي يكون فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) و المشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى و أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، ولهم القدرة على التعامل مع أي تغيير كبير في أسعار الأوراق المالية.

- IV. **شمولية السوق:** تعتبر السوق شاملة أو واسعة؛ إذا نتج عن أوامر العرض و الطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان في السوق عدد المتعاملين قليلا وحجم التداول الناتج قليلا فإن السوق تكون ضيقا؛ وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية يكون الفارق بين سعري العرض و الطلب ضيقا.
- V. **حيوية السوق:** عندما يحتل التوازن ما بين العرض و الطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تنهمر الأوامر على السوق اثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق؛ ويكون الفرق ما بين أسعار العرض و أسعار الطلب ضيقا؛ يتم انجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة ويكون حجم التداول كبيرا؛ ويعتبر وجد وسائل جديدة للاتصالات من العوامل الضرورية لحيوية السوق.
- VI. **كفاءة المعلومات أو التسعير:** إن التغير السريع في الأسعار بسبب أي معلومة جديدة عن العرض و الطلب يعني أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن كافة الأوراق المالية.

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: ما الفرق بين صيغ الكفاءة الثلاثة: الضعيفة و الشبه القوية و القوية؟

السؤال الثاني: ما هي المعايير المستخدمة لقياس كفاءة السوق المالية الدولية؟

السؤال الثالث: هل الأسواق المالية الدولية تتسم بالكفاءة وفقا لنظرية كفاءة السوق -EMH-؟

السؤال الرابع: كيف تؤثر التقلبات العالية في الأسواق الناشئة على كفاءة السوق الدولية ككل؟

السؤال الخامس: كيف تؤثر الأزمات المالية على كفاءة السوق الدولية؟

المحور الخامس

المضاربة في سوق البضائع و المشتقات

روبرت جيمس شيلر (Robert Shiller) - عالم اقتصاد أمريكي معاصر يهتم بالاقتصاد السلوكي و الأسواق المالية حاز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 2013-

"الأسواق لا تتحرك دائماً وفق الأساسيات الاقتصادية؛ فالتوقعات والمضاربات يمكن أن تدفع الأسعار إلى الارتفاع أو الانخفاض بشكل مبالغ فيه..."

كتابه الذي صدر سنة 2000 تحت عنوان - (*Irrational Exuberance*)

المحور الخامس: المضاربة في سوق البضائع و المشتقات

تمهيد:

تصنّف المضاربة في بورصات البضائع والمشتقات على أنها من أبرز الأنشطة المالية في الأسواق الحديثة، حيث تلتقي قوى العرض والطلب لتحديد أسعار السلع الأساسية مثل النفط، الذهب، القمح، والمعادن الصناعية؛ وتتم هذه العمليات عبر منصّات منظمة مثل بورصة شيكاغو التجارية وبورصة لندن للمعادن، حيث يتم تداول العقود الآجلة وعقود الخيارات وغيرها من الأدوات المشتقة.

وتختلف المضاربة عن الاستثمار التقليدي في كونها تركز على الاستفادة من تقلبات الأسعار على المدى القصير أو المتوسط، بدلاً من الاحتفاظ بالأصل لفترة طويلة، ويعتمد المضاربون على التحليل الفني والأساسي، إضافةً إلى متابعة الأخبار الاقتصادية والسياسات النقدية العالمية، لتحقيق أرباح من فروقات الأسعار.

الأهداف التعليمية للمحور: يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التعليمية، من

أبرزها:

- تمكين الطالب من إدراك مفهوم المضاربة والتمييز بينها وبين الاستثمار والتحوط.
- توظيف أدوات التحليل الفني والأساسي في اتخاذ قرارات المضاربة.
- إدراك مخاطر المضاربة وتطبيق مبادئ إدارة المخاطر والرافعة المالية.
- تقييم الجوانب القانونية والتنظيمية المنظمة لعمل بورصات البضائع والمشتقات للرقابة على المضاربة.
- تحليل دور المضاربين في تحقيق السيولة وكفاءة التسعير داخل الأسواق المنظمة مثل بورصة شيكاغو التجارية، وبيان أثرهم في استقرار أو تقلب الأسعار.
- التمييز بين استراتيجيات المضاربة المختلفة (قصيرة الأجل، اليومية، باستخدام الرافعة المالية) وتقييم مدى ملائمتها وفقاً لدرجة تحمّل المخاطر.

أولاً: مفهوم المضاربة من الناحية الاقتصادية

يُعدّ مفهوم المضاربة من المفاهيم الأساسية في الفكر الاقتصادي المعاصر، إذ يشير إلى عملية شراء أو بيع أصل مالي أو سلعة بقصد إعادة بيعها لاحقاً لتحقيق ربح ناتج عن تغيّر السعر. ومن الناحية الاقتصادية، تقوم المضاربة على توقّعات المتعاملين بشأن تحركات العرض والطلب والعوامل المؤثرة في السوق، مثل معدلات الفائدة، ومستويات الإنتاج، والأحداث الجيوسياسية. ويختلف هذا النشاط عن الادخار أو الاستثمار طويل الأجل، لأنه يركّز على الاستفادة من التقلبات السعرية في فترات زمنية قصيرة أو متوسطة. ورغم ما قد يُثار حولها من جدل، تؤدي المضاربة دوراً مهماً في تعزيز السيولة والمساهمة في اكتشاف الأسعار داخل الأسواق المنظمة مثل بورصة نيويورك التجارية، إلا أنها في الوقت نفسه قد تزيد من حدّة التقلبات عند غياب الضوابط أو الإفراط في استخدام الرافعة المالية

1- تعريف المضاربة من الناحية الاقتصادية: عُرِّفَت المضاربة بتعريفات كثيرة، من أهمها ما يأتي:

① هي: عملية بيع أو شراء يقوم بها أشخاص بناءً على معلومات معينة بهدف الاستفادة من الفروق الطبيعية في أسعار السلع أو البضائع، سواء أكانت أوراقاً مالية أم غير ذلك.

② كما عُرِّفَت بأنها: بيع أو شراء صوريان، لا بقصد الاستثمار، وإنما للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية من ناحية، والقيمة الاسمية والدفترية للأوراق المالية من ناحية أخرى.

③ ويمكن القول على أنها: عمليات يقوم بها أشخاص محترفون يرغبون في الكسب نتيجة صحة توقّعاتهم في المدى القصير جداً، حيث ينخفض معدل الارتباط بين السعر السوقي والحقيقي للسهم، وكثيراً ما يلجؤون إلى عمليات صورية وحيل وتلاعب، كما لا تخلو هذه العمليات من القمار المبنى على التخمين.

④ كما عرّفها جون ماينارد كينز على أنها: نشاط يركّز على التنبؤ بتغيرات الأسعار في الأجل القصير بغرض تحقيق مكاسب رأسمالية، وليس على العائد الحقيقي للأصل أو قيمته الأساسية¹.

¹ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, 1936, pp. 158–161.

⑤ كما يرى شارب والكسندر وبيلي بأنها: شراء أو بيع الأوراق المالية اعتماداً على توقعات قصيرة الأجل لحركة الأسعار، دون الاعتماد على التحليل الأساسي طويل الأجل¹.

⑥ كما عرّفها فرانك نايت على أنها: تحمّل المخاطر الناشئة عن عدم التأكد، بقصد تحقيق أرباح ناتجة عن فروق الأسعار المستقبلية².

وتشير هذه التعريفات إلى أن المضاربة تتسم بما يأتي:

- أنها عملية بيع وشراء.
- يقصد منها جني الأرباح.
- أن السلعة غير مقصودة لذاتها.
- ارتفاع درجة المخاطرة فيها.
- قصر المدة الزمنية التي تتم خلالها.
- أنها تقوم على التخمين والتوقع، وليست مجرد استثمار طويل الأجل.

وقد ذهب بعض الباحثين إلى أن المضاربة قد تكون مبنية على معلومات ودراسات، بينما أرجعها آخرون إلى مجرد التخمين والتوقع دون الاعتماد على العلم والدراسة³.

2- خصائص المضاربة: تتلخص أهم سمات المضاربة فيما يأتي:

- سرعة حركة التداول: حيث تتسم بمعدل دوران مرتفع، بمعنى الاستمرارية في الشراء والبيع على الأسهم نفسها خلال فترة زمنية قصيرة، مما يمكن المضاربين من تحقيق أرباح في كل دورة تداول، ويمنح السوق درجة أعلى من السيولة، إلا أن ذلك - في الوقت ذاته - قد يؤدي إلى التأثير السلبي في استقرار السوق⁴.

كما يترتب على المضاربة أثر غير سليم على أسعار السلع؛ إذ تؤدي إلى تذبذب الأسعار خلال فترات زمنية قصيرة، في حين أن العوامل الحقيقية المؤثرة في سعر السلعة لم يطرأ عليها أي تغيير.

¹ William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, Investments, 6th ed, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1999, pp. 25-27.

² Frank H. Knight, Risk, Uncertainty and Profit, Boston, Houghton Mifflin Company, 2010, pp. 76-78.

³ أشرف إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية و النظم الوضعية، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، 2006، ص: 79.

⁴ سعد بن أشرف بن علي الجلعود، مرجع سبق ذكره، ص: 170.

- **قيام المضاربة على المخاطرة:** تعتمد المضاربة على المخاطرة، والتي تعني عدم اليقين، حيث تكون نتائج التعامل فيها مجهولة العاقبة، وقد تصل هذه المخاطر إلى درجة المراهنة أو المقامرة.
- **تقلب الأسعار باستمرار:** حتى تتوافر فروق أسعار تمكن المضاربين من تحقيق أرباح، لا بد من وجود تقلبات مستمرة في الأسعار؛ ولتحقيق هذا التقلب بالسرعة المطلوبة، يلجأ المضاربون أحياناً إلى التأثير المتعمد في الأسعار من خلال اتباع ممارسات غير أخلاقية، مثل تقليل الطلب أو زيادة العرض بشكل صوري، أو استغلال ثقة المتعاملين، أو اللجوء إلى الاحتيال، وغير ذلك من الأساليب.
- **التعامل بكميات كبيرة والتحكم في الأسعار:** يسعى المضاربون إلى التعامل بكميات كبيرة تمكنهم من تحقيق أرباح مرتفعة، مما يدفعهم إلى الاحتكار والتواطؤ بين كبار المتعاملين بهدف توجيه السوق لصالحهم، وهو ما يُعد أمراً ضاراً بالاقتصاد والسوق.
- **اللجوء إلى أساليب مالية مخوفة بالمخاطر:** يلجأ المضاربون إلى استخدام أساليب مثل البيع القصير، والتعامل بالهامش، والخيارات والعقود المستقبلية، بهدف توظيف أموال تفوق كثيراً مواردهم الحقيقية، وتعظيم الكميات المتداولة، ومن ثم زيادة عوائدهم المتوقعة .

ملاحظة هامة:

يمكن التمييز بين المضاربة والاستثمار من خلال طبيعة الهدف والأفق الزمني ونوع التعامل بالأصول. فالمستثمر يقوم بتملك الأصول، سواء كانت مالية أم سلعية، اعتماداً على توقع العائد المتولد عنها أو الزيادة المتوقعة في قيمتها خلال الأجل الطويل. ويستند هذا السلوك إلى تقييم العوامل الاقتصادية الأساسية المرتبطة بالأصل الاستثماري؛ في المقابل، يقوم المضارب بعمليات البيع والشراء المتكررة للأصول ذاتها بهدف الاستفادة من التغيرات قصيرة الأجل في أسعارها، دون اهتمام جوهري بالعائد الحقيقي أو القيمة الأساسية للأصل. وقد ميّز الاقتصادي جون ماينارد كينز بين المضاربة والاستثمار، حيث أشار إلى أن: "المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق، في حين أن الاستثمار هو التنبؤ بالعوائد المتوقعة للأصول المالية طوال فترة الاحتفاظ بها".

وعموماً، يمكن التفريق بين المضاربة والاستثمار بالاستناد إلى عدد من الاعتبارات الرئيسة، من أبرزها: طبيعة العوائد المتوقعة، ومستوى المخاطر المحتملة، ومدة توظيف رأس المال، ونوع التعامل بالأصول، وذلك على النحو المبين في الجدول التالي.

جدول رقم 04: عناصر التفرقة بين المضاربة و الاستثمار

الاعتبارات	المضاربة	الاستثمار
العوائد المتوقعة	غير منتظمة ومتذبذبة ارتفاعا و انخفاضاً؛ لأن المضارب يهتم بتحقيق الربح من تحركات السعر السوقي للسلعة	تتماز بالانتظام و الثبات النسبي وتكون أقل من عوائد المضاربة عادة؛ وكذلك خسائرها أقل.
المخاطر المحتملة	درجة المخاطرة مرتفعة و الخسائر التي يتعرض لها المضارب كبيرة قد تلحق به الإفلاس ومغادرة السوق	المخاطرة أقل؛ فالخسائر التي يتعرض لها المستثمر غالبا ما تكون قليلة يمكن تغطيتها.
أجل التوظيف	خلال فترة زمنية قليلة لأن المضارب يتقصد فرص تذبذبات الأسعار للاستفادة من فوارقها.	تأخذ الاستثمارات فترات طويلة لتوظيف الأصول المالية كاملة
نوع التعامل	السوق الآجلة هي ميدان المضارب لأنه يجب الربح الكبير و السريع و الذي يدوم لفترات طويلة.	السوق الفورية هي ميدان المستثمر غالبا ويمكنه التعامل في الأسواق الآجلة.

المصدر: حشايشي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

3- أنواع المضاربة: تتخذ المضاربة في الفكر الاقتصادي والمالي عدة أشكال تختلف باختلاف الأفق الزمني، وطبيعة الأداة المالية، ودرجة المخاطرة:

⊖ فمن حيث المدة الزمنية: تنقسم المضاربة إلى:

i. **مضاربة قصيرة الأجل:** وهي الأكثر شيوعاً، حيث يسعى المضارب إلى تحقيق أرباح سريعة من التقلبات السعريّة اليومية أو اللحظية، وغالباً ما تعتمد على التنبؤ بسلوك السوق أكثر من اعتمادها على القيمة الحقيقية للأصول¹.

ii. **أما المضاربة طويلة الأجل:** فترتبط بتوقع تغيرات سعريّة مستقبلية خلال فترة أطول نسبياً، مع استمرار ضعف الارتباط بين السعر السوقي والقيمة الأساسية للأصل².

⊕ ومن حيث طبيعة الأداة محل التعامل: تنقسم المضاربة إلى:

i. **مضاربة في السلع،** وتهدف إلى الاستفادة من تقلبات أسعار السلع الأساسية - الدولية - في بورصة البضائع و المشتقات.

ii. **ومضاربة في الأوراق المالية** مثل الأسهم والسندات، حيث يتركز النشاط على فروق الأسعار دون نية الاحتفاظ طويل الأجل³.

¹ Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press, 1986, pp: 65–72.

² Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press, 2000, pp:17–25.

³ Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W. W. Norton & Company, 2003, pp: 23–31.

iii. كما ظهرت المضاربة في المشتقات المالية، كالعقود الآجلة والخيارات والعقود المستقبلية، وهي من أكثر أنواع المضاربة مخاطرة، نظرًا لاعتمادها على الرافعة المالية واحتمال تحقيق أرباح أو خسائر كبيرة في فترات قصيرة¹.

● ومن حيث درجة التنظيم والمشروعية السوقية، يمكن التمييز بين:

- i. مضاربة منظمة تتم داخل الأسواق المالية وفق القوانين والضوابط.
- ii. ومضاربة غير منظمة قد تتخذ صورًا غير أخلاقية، كالتلاعب بالأسعار أو نشر الشائعات أو الاحتكار، وهو ما يؤدي إلى اختلال كفاءة السوق وزيادة تقلباته².

● كما تنقسم المضاربة من حيث اتجاه توقع حركة الأسعار، إلى نوعين رئيسيين هما: المضاربة على الصعود والمضاربة على النزول، ويعكس كل منهما سلوكًا مختلفًا للمضارب تبعًا لتوقعاته المستقبلية للسوق.

i. المضاربة على الصعود و التي تقوم على توقع ارتفاع أسعار الأصول في المستقبل القريب، حيث يعتمد المضارب إلى شراء الأصل المالي أو السلعي بسعر حالي منخفض نسبيًا، ثم الاحتفاظ به لفترة قصيرة إلى أن يرتفع سعره، ليقوم ببيعه محققًا ربحًا يتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع³، ويُعد هذا النوع من المضاربة الأكثر شيوعًا في الأسواق المالية، ويرتبط عادة بحالات التفاؤل السوقي وانتعاش الطلب؛ وتزداد فعاليته في الأسواق التي تشهد نموًا اقتصاديًا أو توقعات إيجابية بشأن أداء الشركات أو السلع محل التداول⁴.

ii. المضاربة على النزول وتقوم على توقع انخفاض أسعار الأصول في الأجل القصير، حيث يسعى المضارب إلى تحقيق الربح من تراجع الأسعار بدلًا من ارتفاعها؛ ويتحقق ذلك غالبًا من خلال آليات مثل البيع على المكشوف، إذ يقوم المضارب ببيع أصل لا يملكه حاليًا بسعر مرتفع، على أمل إعادة شرائه لاحقًا بسعر أقل، ومن ثم تحقيق الربح من فرق السعر⁵؛ ويشيع هذا النوع من المضاربة في فترات عدم الاستقرار الاقتصادي أو الأزمات المالية، كما يرتبط بارتفاع درجة المخاطرة، نظرًا لاحتمال ارتفاع الأسعار خلافًا لتوقعات المضارب⁶.

¹ Donald E. Fischer & Ronald J. Jordan, *Security Analysis and Portfolio Management*, 6th ed., New Delhi: Prentice Hall of India, 2000, pp: 12–18.

² Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 9th ed, Boston: Pearson, 2010, pp: 264–266.

³ بلال شيخي، أثر أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية، مجلة مخبر الإصلاحات الاقتصادية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد 08-2010، ص: 12.

⁴ Donald E. Fischer & Ronald J. Jordan, *Security Analysis and Portfolio Management*, 6th ed., New Delhi: Prentice Hall of India, 2000, pp: 12–15, 108–110.

⁵ شيخي بلال، محاضرات في بورصة البضائع و المشتقات، جامعة بومرداس، الجزائر، 2024-2025، ص: 71.

⁶ William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, *Investments*, 6th ed., Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1999, pp: 25–28, 401–404.

ومن خلال ما سبق؛ تُعدّ المضاربة في سوق البضائع أحد الأنشطة الاقتصادية التي تقوم على استغلال التقلبات السعرية لتحقيق أرباح قصيرة الأجل، وذلك من خلال عمليات البيع والشراء المتكررة دون ارتباط مباشر بالاستخدام الحقيقي للسلعة أو بقيمتها الإنتاجية. ويعتمد هذا النشاط بدرجة كبيرة على التوقعات المستقبلية لحركة الأسعار، وما يرتبط بها من عوامل نفسية وسلوكية للمشاركين في السوق، فضلاً عن تأثير المعلومات المتاحة والشائعات.

وتؤدي المضاربة في سوق البضائع دوراً مزدوجاً؛ فمن جهة، قد تسهم في زيادة سيولة السوق وتسهيل عمليات التداول، ومن جهة أخرى، قد تفضي إلى آثار سلبية تتمثل في تذبذب الأسعار بشكل غير مبرر اقتصادياً، وانفصالها عن العوامل الحقيقية للعرض والطلب، مما ينعكس سلباً على استقرار السوق وعدالته، خاصة إذا اقترنت بممارسات احتكارية أو تلاعب متعمد بالأسعار.

كما ترتبط المضاربة في سوق البضائع بدرجة مرتفعة من المخاطرة، نظراً لاعتمادها على التغيرات السريعة في الأسعار، وهو ما قد يؤدي إلى تحقيق أرباح كبيرة في فترات قصيرة، أو خسائر جسيمة في حال خطأ التوقعات. وتزداد هذه المخاطر عند استخدام أدوات مالية ذات رافعة عالية أو عند ضعف الأطر التنظيمية والرقابية للأسواق؛ وعليه، فإن تقييم المضاربة في سوق البضائع يتطلب موازنة دقيقة بين دورها في تنشيط السوق وتوفير السيولة، وبين آثارها السلبية المحتملة على استقرار الأسعار وحماية المتعاملين، الأمر الذي يبرز أهمية وجود ضوابط تنظيمية وتشريعية تحد من الممارسات الضارة، وتضمن توجيه النشاط السوقي نحو تحقيق الكفاءة والعدالة الاقتصادية.

4- الأهمية الاقتصادية للمضاربة: تلعب المضاربة دوراً مزدوجاً في الاقتصاد، حيث تحمل تأثيرات إيجابية وسلبية على حد سواء، ويُنظر إليها من منظور الأسواق المالية وسوق السلع على أنها عنصر فاعل في ديناميكية الأسعار والسيولة:

1. زيادة سيولة الأسواق

تساهم المضاربة في توفير السيولة، إذ يقوم المضاربون بشراء وبيع الأصول بشكل متكرر، ما يسهل عملية التداول ويزيد من إمكانية دخول وخروج المستثمرين الآخرين بسهولة¹، هذا يعزز كفاءة السوق ويساعد على اكتشاف الأسعار.

2. تسهيل اكتشاف الأسعار (Price Discovery)

من خلال المضاربة، تنعكس توقعات السوق بشأن الأصول المختلفة في الأسعار بسرعة، سواء كانت

¹ Michael Ludwig, *Speculation and Its Impact on Liquidity in Commodity Markets*, Resources Policy, Vol. 61, June 2019, pp: 532–547.

أسعار الأسهم أو السلع أو المشتقات المالية، مما يساعد على تحديد القيمة السوقية للأصول بشكل أسرع¹.

3. تحفيز الاستثمار والأنشطة الاقتصادية

يؤدي النشاط المضاربي إلى رفع معدلات التداول وتشجيع الأفراد والمؤسسات على المشاركة في الأسواق المالية، وهو ما قد يحفز النمو الاقتصادي من خلال زيادة رأس المال المتداول وتوجيه الموارد إلى القطاعات الأكثر نشاطاً.

4. إعادة توزيع المخاطر

تمكن المضاربة من نقل المخاطر بين المستثمرين، حيث يتحمل المضاربون المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسعار على أمل تحقيق أرباح، بينما يمكن للمستثمرين الآخرين الحد من تعرضهم للمخاطر باستخدام أدوات السوق مثل الخيارات والمشتقات².

5. تحفيز الابتكار المالي

ساهمت المضاربة في تطوير أدوات مالية جديدة، مثل العقود المستقبلية والخيارات والمشتقات المالية، التي بدورها توسع نطاق الأسواق وتتيح آليات لإدارة المخاطر والاستفادة من التقلبات السريعة³.

6. التأثير على الاقتصاد الكلي

بشكل غير مباشر، تؤثر المضاربة على التضخم، أسعار الفائدة، وسلوك المستهلكين والمنتجين، حيث تؤدي التغيرات في الأسعار الناتجة عن المضاربة إلى إعادة تخصيص الموارد واتخاذ القرارات الاقتصادية الإستراتيجية⁴.

5- المخاطر المرتبطة بمفهوم المضاربة:

تُعدّ المضاربة في البورصة من أكثر الأنشطة المالية خطورة، نظراً لاعتمادها على تقلبات الأسعار في الأجل القصير، وسعي المضارب إلى تحقيق أرباح سريعة، مما يعرضه لمجموعة من المخاطر المتداخلة، يمكن تصنيفها كما يلي:

① **مخاطر تقلب الأسعار:** تتميز أسعار الأوراق المالية بالتغير المستمر نتيجة عوامل متعددة مثل:

- الأخبار الاقتصادية والسياسية
- نتائج الشركات المالية

¹ Martin T. Bohl, Alexander Pütz & Christoph Sulewski, *Speculation and the Informational Efficiency of Commodity Futures Markets*, Journal of Commodity Markets, Vol. 23, September 2021.

² Sophie van Hüllen, *Too Much of a Good Thing? Speculative Effects on Commodity Futures Curves*, Journal of Financial Markets, Vol. 47, January 2020.

³ David Alaminos et al., *What is Going on with Studies on Financial Speculation? Evidence from a Bibliometric Analysis*, International Review of Financial Analysis, Vol. 87, 2023.

⁴ Thomas Wimmer et al., *The Impact of Speculation on Commodity Prices: A Meta-Granger Analysis*, Journal of Commodity Markets, Vol. 22, 2020.

- العرض والطلب في السوق
- ويؤدي هذا التقلب السريع إلى:
- خسائر مفاجئة وكبيرة
- صعوبة التنبؤ بحركة الأسعار على المدى القصير
- ② **مخاطر الخسارة السريعة:** نظرًا لقصر أفق المضاربة وقصر مركز المضارب الذي لا يسعى إلى تملك السلعة، فإن:
- اتخاذ قرار خاطئ قد يؤدي إلى خسارة فورية
- عدم وجود وقت كافٍ لتصحيح الخطأ
- تضخم الخسائر في حال غياب استراتيجية واضحة للخروج من الصفقة
- ③ **مخاطر الرافعة المالية:** تلجأ فئة كبيرة من المضاربين إلى استخدام الرافعة المالية بهدف:
- مضاعفة الأرباح المحتملة؛ إلا أن ذلك يؤدي في المقابل إلى:
- مضاعفة الخسائر بنفس النسبة
- احتمال فقدان رأس المال بالكامل
- التعرض لطلبات تغطية الهامش (*Margin Call*)
- ④ **المخاطر النفسية والسلوكية:** تلعب العوامل النفسية دورًا كبيرًا في قرارات المضارب، ومن أبرزها:
- الطمع والرغبة في تحقيق أرباح سريعة
- الخوف والهلع عند انخفاض الأسعار
- التسرع وعدم الانضباط
- وتؤدي هذه العوامل إلى:
- اتخاذ قرارات غير عقلانية وغير محسوبة من قبل المضاربين.
- الدخول والخروج العشوائي من السوق
- ⑤ **مخاطر نقص المعلومات أو المعلومات المضللة:** يعتمد المضارب غالبًا على:
- الأخبار العاجلة
- الإشاعات
- التحليل الفني قصير الأجل - الذي لا يكون استشرافيا لما هو قادم -
- مما قد يؤدي إلى:
- اتخاذ قرارات مبنية على معلومات غير دقيقة
- التأثر بالتلاعب الإعلامي أو السعري

⑥ مخاطر السيولة: تظهر هذه المخاطر عندما:

- لا يجد المضارب مشترياً أو بائعاً في الوقت المناسب
- يكون حجم التداول ضعيفاً
- وينتج عن ذلك:
- صعوبة الخروج من الصفقة
- البيع بسعر أقل من المتوقع

⑦ المخاطر القانونية والتنظيمية: تتمثل في:

- تغيير القوانين المنظمة للأسواق المالية
- إيقاف التداول على بعض الأسهم و الأصول المالية و المشتقات.
- فرض عقوبات على ممارسات غير قانونية
- وقد تؤدي هذه المخاطر إلى:
- خسائر غير متوقعة
- تجميد الأموال مؤقتاً

⑧ مخاطر التكنولوجيا والأنظمة: مع الاعتماد الكبير على:

- المنصات الإلكترونية
- التداول عبر الإنترنت
- تنشأ مخاطر مثل:
- الأعطال التقنية
- بطء تنفيذ الأوامر
- القرصنة و اختراق الحسابات

خلاصة:

رغم ما تحققه المضاربة من فرص ربح عالية، إلا أنها تنطوي على مخاطر كبيرة قد تؤدي إلى خسائر جسيمة، خصوصاً في حال غياب المعرفة، والانضباط، وإدارة المخاطر، لذا يُنصح المضاربون أساساً بإتباع استراتيجيات واضحة، وتحديد حدود الخسارة، والاعتماد على معلومات موثوقة.

6- مدى تأثير المضاربة في البورصة بالذكاء الاصطناعي:

أحدث الذكاء الاصطناعي تحولاً جذرياً في أساليب المضاربة داخل الأسواق المالية، إذ لم تعد تعتمد فقط على الخبرة البشرية أو التحليل التقليدي، بل أصبحت الخوارزميات والأنظمة الذكية عنصراً رئيسياً في اتخاذ القرار وتنفيذ الصفقات.

① تسريع عملية اتخاذ القرار: يسمح الذكاء الاصطناعي بـ:

- تحليل كميات هائلة من البيانات في وقت قصير
- رصد الأنماط السعريّة الدقيقة
- وهذا أدى إلى:
- زيادة سرعة تنفيذ الصفقات
- تعزيز المضاربة القصيرة جداً (*High-Frequency Trading*)

② تحسين دقة التنبؤ بحركة الأسعار: تعتمد أنظمة الذكاء الاصطناعي على:

- التعلم الآلي (*Machine Learning*)
- تحليل البيانات التاريخية
- مما يساهم في:
- توقع الاتجاهات المستقبلية بدرجة أعلى من التحليل التقليدي
- تقليل الاعتماد على الحدس البشري

③ الاعتماد على التداول الخوارزمي: أصبحت المضاربة تعتمد بشكل كبير على¹:

- استراتيجيات آلية مبرمجة مسبقاً
- تنفيذ الأوامر دون تدخل بشري مباشر
- ومن النتائج المترتبة على ذلك نجد:
- تقليل الأخطاء النفسية
- زيادة حجم التداول وسرعته

④ تحليل الأخبار والمشاعر (*Sentiment Analysis*): يمكن الذكاء الاصطناعي من:

- تحليل الأخبار الاقتصادية فور صدورها
- قراءة توجهات المستثمرين عبر وسائل التواصل الاجتماعي
- والأثر المترتب عن ذلك هو:

¹ López de Prado, M., *Advances in Financial Machine Learning*, Wiley, 2018, pp: 3–15.

- استباق تحركات السوق
- تعزيز المضاربة المعتمدة على الأخبار
- ⑤ **زيادة المنافسة وعدم تكافؤ الفرص:** من أبرز الآثار السلبية¹:
- تفوق المؤسسات الكبرى التي تمتلك تقنيات متقدمة
- صعوبة منافسة المضارب الفردي
- مما يؤدي إلى:
- اتساع فجوة المعلومات
- زيادة مخاطر الخسارة لصغار المتعاملين
- ⑥ **زيادة التقلبات والمخاطر النظامية:** قد يؤدي الاعتماد المكثف على الخوارزميات إلى:
- تحركات سعرية مفاجئة
- ما يُعرف بالانهيارات الخاطفة (*Flash Crashes*)
- وذلك بسبب:
- تفاعل الأنظمة الآلية مع بعضها بشكل متسارع.
- ⑦ **الأبعاد الأخلاقية والتنظيمية:** يثير الذكاء الاصطناعي قضايا مثل:
- الشفافية في اتخاذ القرار
- مسؤولية الأخطاء الناتجة عن الخوارزميات
- الحاجة إلى تنظيم قانوني صارم

¹ Kissell, R., The Science of Algorithmic Trading and Portfolio Management, Academic Press, 2020, pp. 55–78.

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: ما الفرق بين المضاربة والاستثمار و التحوط؟

السؤال الثاني: ما دور البورصات المنظمة مثل بورصة شيكاغو التجارية في تنظيم عمليات المضاربة؟

السؤال الثالث: حلل العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى المخاطر في المضاربة؟

السؤال الرابع: كيف يساهم المضاربون في توفير السيولة داخل السوق؟

السؤال الخامس: في رأيك، هل تؤدي المضاربة إلى استقرار الأسواق أم إلى زيادة تقلبها؟ علّل إجابتك بحجج

اقتصادية؟

المحور السادس

العقود الآجلة وعقود المستقبلات في سوق البضائع و المشتقات

كينيث روجوف (Kenneth Rogoff) - عالم اقتصاد أمريكي معاصر متخصص في الأزمات الاقتصادية الدولية و السياسات النقدية العالمية-

" المشتقات يمكن أن تكون أدوات قوية للتحوط، لكنها تصبح خطيرة جداً إذا خرجت عن إطار التنظيم السليم..."
كتابه الذي صدر سنة 2009 تحت عنوان - (*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*)

المحور السادس: العقود الآجلة و عقود المستقبلية في بورصة البضائع و المشتقات

تمهيد:

إنّ العقود الآجلة و عقود المستقبلية من أهم الأدوات المالية المتداولة في بورصات البضائع والمشتقات، حيث تمكّن المتعاملين من الاتفاق على شراء أو بيع سلعة معينة بسعر محدد اليوم على أن يتم التسليم في تاريخ مستقبلي متفق عليه. ويتم تداول هذه العقود في أسواق منظمة تخضع لرقابة قانونية دقيقة، مثل بورصة شيكاغو التجارية و بورصة لندن للمعادن.

وتستخدم هذه العقود لغايات متعددة، أهمها التحوط من مخاطر تقلب الأسعار، والمضاربة لتحقيق أرباح من تغيرات الأسعار، إضافةً إلى المساهمة في اكتشاف الأسعار (Price Discovery) وتعزيز السيولة في الأسواق.

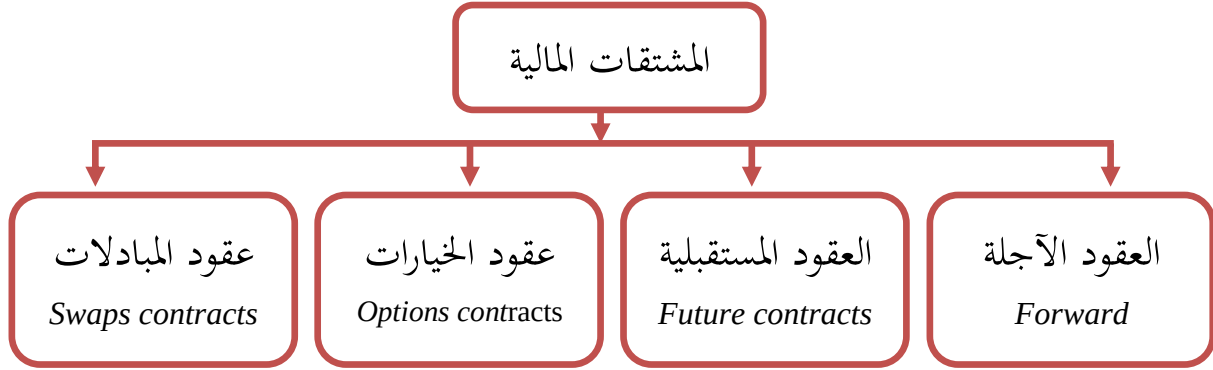
الأهداف التعليمية للمحور: يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التعليمية، من

أبرزها:

- تمكين الطالب من فهم مفهوم العقود الآجلة والمستقبلية والتمييز بينهما من حيث الطبيعة القانونية وآلية التداول.
- إدراك كيفية عمل نظام الهامش (Margin) والتسوية اليومية (Mark-to-Market)
- تحليل دور هذه العقود في التحوط من مخاطر تقلب أسعار السلع مثل النفط، الذهب، القمح، والمعادن الصناعية.
- فهم العلاقة بين أسعار العقود الفورية (Spot) وأسعار العقود المستقبلية، وحالات الكونتango (Contango) والباكورديشن (Backwardation)
- تقييم المخاطر المرتبطة بتداول العقود المستقبلية، مثل مخاطر الرافعة المالية ومخاطر السوق ومخاطر السيولة.
- تحليل دور هذه العقود في تحقيق كفاءة التسعير داخل الأسواق المنظمة، وتعزيز الشفافية والاستقرار المالي.

– **المشتقات المالية:** تتكون المشتقات المالية من مجموعة من الأدوات المالية، ويمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 06: أنواع المشتقات المالية شائعة التداول



المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعطيات المتوفرة حسب دراسات عديدة.

ولقد تعرضنا في العنصر الأخير لماهية عقود المشتقات، وعرفنا بأن لها أنواعا مختلفة تتمثل أساسا في العقود الآجلة والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات والمبادلات كما يبينها المخطط أعلاه، وقد قدمنا تعريفا لكلٍ منها، إلا أن التعريف وحده غير كافٍ لفهم طبيعة هذه الأنواع، الأمر الذي أوجب التطرق إليها بشيء من التفصيل في هذا المحور.

سنبدأ بالعقود المستقبلية التي تعتبر تطورا طبيعيا للعقود الآجلة ثم عقود الخيارات التي جاءت تاريخيا بعد العقود المستقبلية، لنصل في النهاية إلى المبادلات. وإذا كانت هذه هي عقود المشتقات الرئيسية، فإن الهندسة المالية قد أدخلت علينا عقود مشتقات تمثل مزيجا من تلك العقود الرئيسية؛ فهناك على سبيل المثال عقود الخيارات على عقود المبادلة *Swaption* وعقود الخيارات على العقود المستقبلية *Option on futures*.

1. العقود الآجلة و العقود المستقبلية: في هذا المحور نتناول موضوع العقود الآجلة والمستقبلية، التي تعد

– من حيث المبدأ الأساسي الذي تقوم عليه – من أقدم المشتقات المالية (العقود الآجلة تحديدا) والتي تتميز بصفتين أساسيتين: من حيث التنفيذ فهي عقود ملزمة وليست اختيارية أو شرطية ولا يمكن الرجوع فيها؛ ومن حيث الهدف الأساسي من الاعتماد عليها أو الميزة التي توفرها للمتداولين، فتتميز بقدرتها على تثبيت متغير ما، بحيث تفصل الوضعية المستقبلية عن المخاطر وعن الفرص في آن واحد (كالسعر ومعدل الفائدة وسعر الصرف)؛ وتعتبر العقود المستقبلية مجرد عقود آجلة تم تنميطها؛ حيث في اللغة الفرنسية تتم ترجمة كلٍ منهما بنفس المصطلح

1- *Contrat à terme* - لكننا فيما يلي؛ سنعرّج في عجالة على العقود الآجلة حتى تكون لنا دراية علمية عليها وعلى أنواعها؛ و تترسّخ لدينا المفاهيم الضرورية والمعارف القبلية عنها.

1.1. ماهية العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول (مثال العملات، أسعار الفائدة، السلع) في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بأن يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وبسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد (ويسمى هذا بسعر التنفيذ).

1.1.1. تعريف العقود الآجلة:

العقود الآجلة هي الاتفاق الملزم ببيع أو شراء أصل قد يكون ماديا طبيعيا أو معنويا مثل مؤشرات الأسهم وما شابه ذلك وأحيانا في براءات الاختراع أو تسوق أفكار تفيد في عملية التسويق للمؤسسة، ويحدد في العقد الآجل سمات وخصائص وكميات الأصل المفترض تسليمه واليات التسليم من حيث الوقت والتاريخ والمكان. وتستخدم البنوك العقود الآجلة في عمليات بيع وشراء العملة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك (أرصدة لحظية منها) كما تقوم البنوك-لتجنب مخاطر تقلبات سعر الصرف- باستخدام العمليات الآجلة عن طريق تغطية مراكز نقدية مفتوحة تتطلبها أغراض العميل والتي تحدد المحتفظين بمراكز نقدية غير مغطاة بخسائر فادحة، إلى جانب ما تجنيه البنوك من أرباح (غير متوقعة) نتيجة استخدام إستراتيجية العمليات الآجلة، وأيضا الاستفادة من ظاهرة تقلبات أسعار الفائدة التي تحدث في الأسواق المختلفة لتحقيق الأرباح. فضلا عن ذلك فإنه يمكن (من الناحية التجارية) عن طريق العمليات الآجلة - التحديد المسبق لتكلفة السلعة المستوردة والمصدرة عن طريق الشراء أو البيع الآجل للمبالغ المتوقع سدادها خلال فترة مستقبلية (آجلة) وذلك مقابل إتمادات الاستيراد المفتوحة أو المبالغ المزمع تحصيلها مقابل إتمادات التصدير المفتوحة.

ويمكن إعطاء تعريف شامل لعقد الآجل "بأنه هي عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مسبقا، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم أو سعر التنفيذ."

2.1.1. أنواع العقود الآجلة:

هناك أنواع مختلفة من العقود الآجلة، ولكن أشهرها ما يأتي:

أ. العقود الآجلة للعملات و لأسعار الصرف: التي تختص ببيع وشراء العملات الأجنبية في البورصات المحلية والعالمية؛ وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر

¹ Bertrand Jacquillat et Bruno Solnik, *Marchés financiers, gestion de portefeuille*, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 1997, p:121.

تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية؛ إلا أنه يأخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عليها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا لالتزام بسعر تم تحديده مسبقا¹.

ب. العقود الآجلة لأسعار الفائدة: والتي تختص بالقروض والفائدة على المقرضين لتلك الأموال²؛ وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة على قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ³.

ج. العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم: تختص بأسعار الأسهم من قبل المشاركين من أصحاب الأموال المستثمرة بالمشاريع الاستثمارية.

3.1.1. أركان العقود الآجلة *Cornerstone of Forward Contracts*

يتكوّن العقد الآجل من أركان أساسية، إذ لا يتم إبرام العقد الآجل في حال غياب أحدهما وهي:

«الطرف الأول مشتري العقد " *buyer of Contract* »: و هو الطرف الذي يقوم بدفع المبلغ المتفق عليه في العقد إلى الطرف الثاني في مقابل حصوله على الموجود الأساس (كالأوراق المالية)، ويتم ذلك في تاريخ التنفيذ المحدد في العقد ويدخل كلا الطرفين في التفاوض على شروط معينة، ويكون بحسب رغبات واحتياجات كلا الطرفين.

«الطرف الثاني بائع العقد " *Seller of Contract* »: وهو الطرف الذي يلتزم بتقديم الموجود الأساس (الأوراق المالية) في التاريخ المتفق عليه والمحدد في العقد مقابل حصوله على المبلغ المتفق عليه من الطرف الثاني (المشتري).

4.1.1. سمات ومميزات العقود الآجلة: يمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي:

- المرونة حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد.
- مقارنة بالمشتقات الأخرى فهي لا تتمتع بالسيولة، حيث إذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر ليحل محله ويقبل أن يتم بيعه إياه (يقبل أن يباع له العقد).
- يتضمن العقد مشكلة محتملة وهي مخاطر العجز أو مخاطر الائتمان أي العجز عن السداد وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته.
- يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الاتفاق بين طرفي العقد.
- في تاريخ انتهاء صلاحية العقد تتحقق قيمة الأصل الآجل، ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

¹ بن صوشة ثامر، نفس المرجع السابق، ص 47.

² حيرش عبد القادر، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابن خلدون؛ تيارت، سنة 2017-2018، ص 47.

³ بن صوشة ثامر، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابن خلدون؛ تيارت، سنة 2017-2018، ص 46.

5.1.1. ميزات خاصة لهذا النوع من العقود المشتقة (الآجلة و المستقبلية): تتميز هذه العقود إجمالاً بـ:

- تكون الشروط محدّدة عند إبرام العقد، إما بشكل معياري موحد وقياسي في حالة العقود المستقبلية أو من خلال التراضي والتوافق في حالة العقود الآجلة؛
- يأخذ تنفيذ العقد (أو التسوية) شكلان: إما بتبادل الأداة المالية (الأصل الضمني الأساسي) محل التعاقد مقابل السيولة، أو تسوى الصفقة بفارق القيم والمعدلات.
- بالنسبة للعقود الآجلة التي يتم التفاوض عليها في أسواق التراضي، وبما أن التسوية تتم عند الاستحقاق ولا توجد تدفقات نقدية قبل هذا التاريخ، فلا تتميز هذه العقود بالسيولة، فهي قليلة التقييم والتسعير ويتم الاحتفاظ بها لتاريخ الاستحقاق (غالباً)، بينما تتميز المستقبلات بالسيولة نتيجة وجود تدفقات نقدية طيلة فترة الاستحقاق ونتيجة خصائصها المعيارية، بل إن التسوية في هذه العقود تكون يومية؛
- ينشأ عن العقود الآجلة في أسواق التراضي خطر الطرف المقابل في الصفقة، بسبب إمكانية عدم الالتزام بالتنفيذ، أو عدم التنفيذ في أفضل الظروف (وهذه هي طبيعة المعاملات المالية في سوق التراضي)، بينما لا يظهر هذا الخطر بالنسبة للمستقبلات بسبب دور غرفة المقاصة كمنظم للسوق وضامن لطرفي العقد؛
- يكون الهدف من التعامل بالعقود الآجلة والمستقبلات التغطية أو المضاربة، وهي في الحقيقة أداة مناسبة للقيام بعمليات مضاربة، قد تكون الغاية منها التغطية على استثمار أو توظيف مالي أو اقتراض في السوق الحاضر، سواء كان قائماً وموجوداً أو مستقبلياً.
- يكون خطر العقد متماثلاً للطرفين، فكلاهما يمكن أن يتعرض لمخاطر عدم نجاح المضاربة أو التغطية، بمعنى أن الربح والخسارة مرتبطين بحركة الأسعار والمعدلات المستقبلية وحالة التوقعات لدى كل طرف من تلك الحركة (من منهما توقع الارتفاع ومن توقع الانخفاض؟ من هو الطرف الذي تحققت توقعاته؟)، وبالتالي تكون للطرفين توقعات متعاكسة، مواقع ومراكز متعاكسة، وبالتالي نتائج متعاكسة¹.

2.1. ماهية العقود المستقبلية وتعريفها:

أولاً: ماهية العقود المستقبلية: العقد المستقبلي *Future contract* هو اتفاق بين طرفين: الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل؛ يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد؛ وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية، أذونات الخزنة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي Initial Margin وتمثل قيمتها عادة بين 5 و 15 % من قيمة

¹ Morrissey, B. Financial Derivates module : 3rd Edition, Securities & Investment Institute, London, 2007; P:4.

العقد؛ الغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه¹

ثانيا: تعريف العقود المستقبلية: تعددت التعاريف الواردة حول العقود المستقبلية يمكن أن نورد فيها ما يلي:

- **التعريف الأول:** "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه."

- **التعريف الثاني:** ويعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.

ويمكن تقديم تعريف شامل للعقود المستقبلية كالتالي: "هي عبارة عن اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد، ولا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقود المستقبلية غمطية، وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا²، أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين."

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي:

أ. وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد.

ب. شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

ج. حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا أدنى وحدا أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، سنة 2003، ص 92.

² John C. Hull, Options, Futures & Other Derivatives, Fifth Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2002, p5

د. التسوية السعريّة اليومية : تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

هـ. نظام الهوامش: نظرا لما تترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، فعلى طرفي العقد أن يودعا لدى السمسار الذي يتم التعامل معه مبلغا نقديا يمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليها الهامش المبدئي، والغرض منه إثبات الجدية وحسن نية الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة تغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه، وعادة ما تتراوح نسبته من 5% إلى 10% من قيمة العقد المبرم، ولهذا فقد يترتب على تغيرات الأسعار انخفاض الهامش المبدئي واستنزافه، وبالتالي تقوم ما يسمى بـ: "غرفة المقاصة" أو "بيت التسوية"، بتحديد قيمة دنيا للهامش المبدئي لا يمكن تجاوزها، وتسمى بـ: "هامش الوقاية أو الصيانة"، ويمثل الحد الأدنى الذي يجب ألا يقل الهامش المبدئي عنه، وعادة تتراوح نسبته من 70% إلى 80% من الهامش المبدئي، نشير كذلك إلى أن غرفة المقاصة تلعب دورا مهما وأساسيا في هذه العقود، إذ تلعب دور الوسيط المالي بين الطرفين، كما يمكنها أن تقوم بممارسة ما يسمى "الصفقات العكسية"

1.2.1. نشأة أسواق العقود المستقبلية: تعد العقود الآجلة *Forward contract* كونها أول صورة من صور

العقود المستقبلية، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البترول والنحاس وغيرها من المعادن. والجدير بالذكر أن تلك الأسواق في بدايتها كانت لا تخرج عن كونها أسواقا حاضرة، حيث كان يتم التعاقد والتنفيذ أي تسليم السلعة محل التعاقد ودفع الثمن فوراً¹؛ وهذا منذ بداية الثورة الصناعية وحتى نهاية القرن الثامن عشر².

وتعد سوق شيكاغو -Chicago- للعقود المستقبلية هي أول سوق منظمة لتلك العقود وقد أنشئت تلك السوق في عام 1848 *Chicago board of Trade*. وقد أدى وجود هذه السوق إلى تطور في العقود الآجلة وأصبحت نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق، وهو ما أطلق عليه العقود المستقبلية وهي بذلك اتفاقيات قانونية بين طرفين لإجراء تسليم كمية محددة من أصل ضمني محدد في تاريخ مستقبلي محدد بدوره بسعر متفق عليه عند التعاقد. فهي عقود آجلة معيارية يتم تداولها في البورصات أي الأسواق المالية المنظمة مثل "Euronext Life" في لندن أو بورصة "Chicago Mercantile Exchange (CME)" في الولايات المتحدة الأمريكية؛ يتم توحيد شروط كل عقد في وثيقة قانونية تسمى "مواصفات (خصائص) العقد"، لأن غرفة المقاصة لا تستطيع أن تفي بمتطلبات كل متداول على حدا فيما يتعلق بأصول ضمنية معينة وبشكل

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2002، ص 363.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، نفس المرجع السابق، ص 94.

خاص. الهدف من توحيد مواصفات العقد هو السماح للمشاركين بأخذ مراكز بشأن تحركات الأسعار العامة في أي سوق مالي¹، وقد أدى هذا التطور إلى دخول الأوراق المالية مجال التعامل في تلك الأسواق، بل لقد أصبحت عقود المستقبلية للأوراق المالية تمثل الجزء الأكبر من حجم التعامل في أسواق العقود المستقبلية، حيث وصل حجم التعامل في العقود المستقبلية للأوراق المالية في عام 2002 بالولايات المتحدة حوالي 50% من إجمالي حجم التعامل في تلك الأسواق².

2.2.1. المتعاملون في سوق العقود المستقبلية: يمكن تقسيم المتعاملين في سوق العقود المستقبلية

باستخدام معيارين وهما: التقسيم على أساس أعضاء البورصة، والتقسيم وفقا لإستراتيجية التعامل.

➤ **التقسيم على أساس أعضاء البورصة:** يمكن تقسيم المتعاملين بالصالة في بورصة العقود المستقبلية إلى السماسرة الوكلاء *Commission brokers* والمحليون *Locals* والمستقلون *Independents*

➤ **السماسرة الوكلاء:** يقوم السماسرة الوكلاء بتنفيذ الأوامر التي يتلقونها من عملائهم، والسماسرة الوكلاء قد يعملون كوكلاء لأحد بيوت السمسرة أو قد يكونوا مستقلين أي يتعاملون مباشرة مع العملاء. ويطلق على بيوت السمسرة في أسواق العقود المستقبلية تجار عمولة العقود المستقبلية *FCM (Future Commission Merchant)*. وتمثل العمولة العائد الذي يحصل عليه تجار عمولة العقود المستقبلية³.

➤ **المحليون:** يطلق عليهم أيضا تجار الصالة *Floor traders* ويقومون بتنفيذ الأوامر لحسابهم. وعلى هذا فهم يسعون إلى شراء العقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى، وبالتالي يتحقق العائد لهم من خلال الفرق بين أسعار البيع والشراء، ويترتب على وجود تجار الصالة توفير السيولة للسوق نظرا لاستعدادهم للشراء⁴.

وعلى ذلك فهذه الفئة تمثل فئة المضاربين، وفي هذا الصدد يمكن تقسيم المضاربين وفقا لفترة احتفاظهم بمراكزهم على العقد؛ فهناك الخطاف *Scalper* الذي يحاول اغتنام الفرصة وتصفية مركزه في ساعات أو بضع لحظات، وينذر أن يبقى على مركزه لليوم الموالي؛ ومن المضاربين كذلك ما يطلق عليه بتجار اليوم الذي عادة ما يصفي مركزه بنهاية اليوم؛ وأخيرا تجار المركز وهو المضارب الذي قد يبقى على مركزه دون تصفية لفترة قد تمتد لبضعة شهور⁵.

➤ **المستقلون:** تقوم تلك الفئة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة من بيوت السمسرة، كما أنّ لها الحق في الاتجار لحسابها الخاص، أي أنّ المستقلين يجمعون بين وظائف السمسار الوكيل وتاجر الصالة؛ إنّ هذا الوضع قد

¹ Morrissey, B. *Financial Derivates module*, 3rd Edition, Securities & Investment Institute, London, 2007; P:4.

² محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، نفس المرجع السابق؛ ص 364.

³ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، نفس المرجع، ص 371.

⁴ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، نفس المرجع أعلاه، نفس الصفحة.

⁵ منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، سنة 1999، ص 639.

يؤدي إلى وجود تعارض بين المهام التي يقوم بها المستقلون، ولتوضيح ذلك نفترض أنّ أحد الأعضاء المستقلين تلقى أوامر من أحد بيوت السمسرة، فإذا توافر لدى المستقل معلومات تفيد بأنّ تنفيذ تلك الأوامر سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار حينئذ سوف يقوم بشراء عقود لحسابه ثم يقوم بتنفيذ أوامر العملاء والتي يترتب عليها ارتفاع السعر ومن ثمّ يقوم ببيع العقود التي سبق واشتراها لحسابه الخاص¹.

➤ **التقسيم وفقا لإستراتيجية التعامل:** وينقسم المتعاملون وفق هذا المعيار إلى مضاربين ومتحوظين. أما النوع الأول فهم إذن المخاطرون *Speculators* الذين لا يقصدون شراء السلع وبيعها للحصول على المبيع أو الثمن، وإنما يقصدون الحصول على الأرباح التي تتكون من فروق أسعار البيع والشراء، وإنهم على ثقة من خبرتهم بتقلبات الأسعار، يشترون المستقبلات على أمل أنهم سوف يبيعونها بسعر أكثر، ويحصلون على ربح من وراء هذه العملية، دون أن يخوضوا في استلام المبيع وتسليمه. وربما تنجح آمالهم في عقد وتفشل في آخر. والنوع الثاني هم الذين يقصدون تأمين ربحهم على بيع حقيقية عقودها في الأسواق الحاضرة، وتسمى هذه العملية التغطية² *hedging*.

➤ **بيت التسوية *Clearing house* :**

تتلخص مهمة بيت التسوية في تحقيق الانسيابية وتسهيل التعامل في العقود المستقبلية؛ ولعل المهام التي تضطلع بها، والتي تتعلق بنظام الهامش وما يصحبه من تسوية يومية، هي التي وضعت الأساس القوي لما يسمى بانتظام السوق "*Orderly market*" ويقف بيت التسوية بين طرفي العقد ليبدو وكأنه البائع بالنسبة للمشتري، وكأنه المشتري بالنسبة للبائع، ومن ثمّ تصبح العلاقة بين طرفي العقد علاقة غير شخصية وذلك على النحو الذي يوضحه الشكل رقم (08) أدناه.

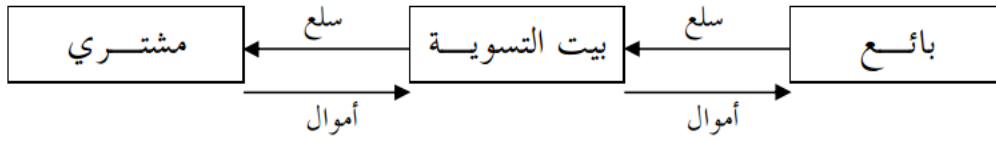
ومركز بيت التسوية على هذا النحو يجعله ضامنا للمشتري في مواجهة البائع، وضامنا للبائع في مواجهة المشتري، وعليه تنتقل مخاطر عدم الوفاء نظريا إلى بيت التسوية؛ ونؤكد على كلمة نظريا؛ ذلك أنّ هناك آليتين تجنب بيت التسوية، التعرّض لمخاطر عدم الوفاء هما : نظام الهامش والتسوية اليومية³؛ وستتطرق لهاتين الآليتين في العنصر الموالي:

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، نفس المرجع السابق، ص 372.

² محمد تقي العثماني، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء 1، سنة 1992، ص 347.

³ سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير علوم اقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، 2005-2006، ص: 170-174.

الشكل رقم 07: وساطة بيت التسوية بين البائع و المشتري



المصدر: سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير علوم اقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، 2005-2006، ص: 66.

3.2.1. أركان العقود المستقبلية: ويتميز العقد المستقبلي بأركان إذا توفرت يكون هذا الأخير صحيحاً؛

نذكرها فيما يلي بالتفصيل:

- **السعر:** و هو المبلغ الذي يدفع عند تسليم الأصل وفقاً لآجل العقد.
- **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد -البائع و المشتري- لإتمام عملية التبادل التي نص عليها العقد وفق كل الشروط الواردة فيه من مبلغ التنفيذ والشيء محل التنفيذ (السلعة أو الأصل المالي).
- **محل العقد:** ويقصد به الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضاعة أو أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.
- **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في تاريخ المحدد في المستقبل.
- **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في تاريخ محدد في المستقبل.
- الكمية المتفق عليها في العقد.
- مكان وطريقة التسليم.

4.2.1. أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

أ. **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:** هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عنها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة¹.

ب. **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددتين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة

¹ حيرش عبد القادر، نفس المرجع السابق، ص 52.

مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد¹.

2. أوجه التشابه والاختلاف بين سوق العقود المستقبلية والسوق الحاضر

يمكننا أن نقوم بمقارنة بسيطة بين السوق الحاضر وسوق العقود المستقبلية من خلال استظهار أوجه التشابه و أوجه الاختلاف حتى يتسنى لنا فهم العقود المستقبلية بسهولة وبصفة واضحة ودقيقة؛ وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 05: مقارنة بين السوق الحاضر وسوق العقود الآجلة

وجه المقارنة	السوق الحاضر	سوق العقود المستقبلية
ملكية الأصل محل التعاقد	عندما يشتري المستثمر سهما أو سنداً يعدّ مالكا له	شراء عقد مستقبلي على سندات أو مؤشرات للأسهم أو حتى على أسهم فردية لا يتحوّل ملكية هذه الأصول؛ فالملكية لا تتحقّق سوى عند استلام المشتري الأصل في تاريخ التسليم
الرفع المالي	- الهامش المبدئي قد يكون في حدود 40 الى 50% - يدفع المستثمر فوائد عن القرض الذي ينطوي عليه الرفع المالي حيث يترتب على الهامش المبدئي تسليم فوري للأصل.	- الهامش المبدئي في حدود 10% (رفع مالي كبير) - لا وجود لهذه الفوائد حيث لا يترتب على الهامش المبدئي تسليم فوري للأصل.
الحدود السعرية	ينذر بوجود حدود للتقلبات السعرية	توجد حدود للتقلبات السعرية، بحيث لا يمكن التعامل على عقد يتجاوز الحدود الموضوعة و المحددة.
المتخصّصون	يوجد متخصصّون يلتزم أعضاء السوق بالتعامل معهم.	لا وجود لمثل هؤلاء المتخصصّين.
الإبقاء على العقد	قد يحتفظ المستثمر بالسهم لفترة غير محدودة (لا متناهية) من السنوات.	عادة ما يكون لفترة محدودة ففي العقود المستقبلية على المنتجات الزراعية لا يتجاوز سنة، وفي بعض العقود على الأوراق المالية قد يمتد العقد الى ثلاثة سنوات أو يتعدّاها.

المصدر: سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة بنك *BNP PARIBAS*، - مذكرة ماجستير علوم اقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، 2005-2006، ص: 67.

¹ حيرش عبد القادر؛ نفس المرجع أعلاه، نفس الصفحة.

3. تسوية العقود المستقبلية: تتم تسوية العقود المستقبلية بإحدى الطرق التالية:

أولاً: التسوية عن طريق التسليم الفعلي: و مبتغاه أن يطلب مالك العقد التسليم الفعلي، وذلك خلال شهر الاستحقاق؛ ويصدر له من قبل إدارة السوق أمر تسليم أو أمر استلام، حسبما يكون بائعاً أو مشترياً، وبما أنّ العقود نمطية فإنّ مكان التسليم معروف بالنسبة لكل سلعة من السلع كأن يكون البترول في الناقل في ميناء معين، والدولار في بنك معين بمدينة معينة.

وفي هذه الحالة يستكمل المشتري ثمن العقد بعد احتساب ما كان اقتطع منه من هامش كجزء من الثمن؛ ويدفع كامل الثمن للبائع كما يرّد له الهامش الذي كان احتجز منه سابقاً؛ وتنتهي عادة نسبة ضئيلة من العقود التي تجري في السوق قد لا تزيد نسبتها عن 3% بالتسليم الفعلي¹.

ثانياً: أن لا يرغب مالك العقد بالتسليم أو الاستلام، فيعتمد عند ذلك إلى إجراء عقد جديد معاكس لعقده ومماثل له من حيث نوع السلعة وكميتها وشهر الاستحقاق فيتقابل العقدان ويتساقطان معاً؛ فإذا كان الشخص مشترياً في عقد جديد استحقاق شهر ماي مثلاً، فإنه يبيع عقداً جديداً لنفس الشهر².

ثالثاً: السبيل الآخر لإقفال مركز أطراف العقد هو التسوية النقدية وسوف نفترض أنّ العقد بلغ تاريخ التسليم؛ وقد كان هذا العقد على قمح تسليم سبتمبر بسعر 2,5 دولار للبوشل بين "أ" باعتباره طرف مشتري و "ب" باعتباره طرف بائع؛ وكان السعر 2,55 دولار للبوشل، ومن ثمّ فقد قرر الطرفان تسوية العقد نقداً، وقبل أن نشرع في توضيح ذلك نشير إلى أنه لو كان الطرفان قد دخلا سوق العقود بهدف التغطية، فإنه آجلاً أم عاجلاً سيكون لكل منهما مركزان يتم تسوية كل منهما في السوق الذي تمّ فيه التعامل : **مركز في سوق العقود بغرض التغطية، ومركز في السوق الحاضر لشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر الجاري؛ فكيف تتم العملية؟**

طالما أنّ سعر التسوية هو 2,55 دولار للبوشل، وسعر شراء العقد 2,5 دولار للبوشل، فسوف يحصل "أ" من بيت التسوية على 5 سنت لكل بوشل وفي نفس الوقت يقوم "أ" بشراء احتياجاته من السوق الحاضر بالسعر الجاري أي بسعر 2,55 دولار للبوشل على أساس أن سعر القمح في العقد المستقبلي في تاريخ التسليم، لا بد وأن يساوي سعر القمح في السوق الحاضر.

يبدو واضحاً أنّ ما دفعه "أ" هو 2,5 دولار للبوشل وهو يساوي 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 في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

و السؤال الذي يطرح نفسه بإلحاح في هذه الحالة هو: **من أين يدفع بيت التسوية مبلغ التعويض (5 سنت لكل بوشل) للمستثمر "أ"؟** و الإجابة هي أنه: يدفعه من المستثمر "ب" حيث سيقفل هو الآخر مركزه بالسعر

¹ محمد القري بن عيد، عقود المستقبلات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، سنة 1990، ص 116.

² محمد القري بن عيد، عقود المستقبلات، نفس المرجع، نفس الصفحة.

الجاري. فقد سبق له أن باع القمح بعقد بسعر للبوشل قوامه 2,5 دولار بينما سعر التسوية 2,55 دولار، ومن ثمّ تكون خسائره 5 سنت عن كل بوشل يدفعها لبيت التسوية¹.

4. سمة الرفع المالي في العقود المستقبلية.

لنفترض أنّ أحد المضاربين لديه مبلغ قدره 5000 دولار، ويرغب في استثماره في شراء سبائك ذهبية. وسوف نفترض أنّ سعر أوقية الذهب في الوقت الحاضر الآن هو 500 دولار، بينما سعرها في سوق العقود المستقبلية تسليم 6 شهور من الآن هو 525 دولار، أي بزيادة نسبتها 5% عن السعر في الوقت الحاضر، غير أنّ المضارب يتوقع أن يصل سعر الأوقية في تاريخ التسليم إلى 600 دولار.

وإذا قام المضارب باستخدام المبلغ المتاح له في شراء عشرة أوقيات من الذهب من السوق الحاضر الآن بسعر 500 دولار، ثم ارتفع السعر بعد 6 شهور ليصل إلى 600 دولار، حينئذ سيكون قد حقق عائداً على الاستثمار خلال تلك الفترة يبلغ معدله (20%) $[5000/10 \times (500-600)]$

والآن دعنا نفترض أن المضارب قد تعامل في سوق العقود، واشترى عقداً يتضمن 100 أوقية تسليم ستة شهور بالسعر المحدد وهو 525 دولار للأوقية وبسعر للعقد قدره 52500 دولار وقد تطلب ذلك دفع هامش مبدئي يعادل تماماً المبلغ المتاح له وهو 5000 دولار، بما يعني هامش نسبته 8,02%.

و في ظل افتراض أنّ سعر الأوقية في السوق الحاضر قد بلغ 600 دولار بعد 6 شهور، وفقاً لتوقعات المضارب، فإنه في ظل العلاقة بين أسعار العقود الحاضرة وأسعار العقود المستقبلية، ستتم التسوية على أساس ذات السعر. و يلخّص الجدول الموالي مقارنة لربحية العقد الذي أبرم في السوق الحاضر، والعقد الذي أبرم في سوق العقود المستقبلية في ظل فرضين: ارتفاع سعر الأوقية إلى 600 دولار، وفي ظل انخفاض سعرها إلى 450 دولار.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، سنة 2003، ص ص: 178-177.

الجدول رقم 06: مقارنة لربحية التعامل بين السوقيين الحاضر و المستقبلي

التعامل في السوق الحاضر	التعامل في سوق العقود المستقبلية
شراء 10 أوقيات من السوق الحاضر	شراء عقد مستقبلي بسعر للأوقية قدره 525 دولار، وبسعر للعقد قدره 52500 دولار
(أ) افتراض ارتفاع سعر الأوقية في السوق الحاضر بعد 6 شهور إلى 600 دولار	
- قيمة الصفقة بعد 6 شهور:	- سعر التسوية للعقد بعد 6 شهور:
$10 \times 600 = 6000$ دولار	$100 \times 600 = 60000$ دولار
- الاستثمار المبدئي: 5000 دولار	- سعر شراء العقد هو: 52500 دولار
- معدل العائد $= (5000/1000) = 20\%$	- الاستثمار المبدئي: 5000 دولار
	- معدل العائد $= (5000/(52500 - 60000)) = 15\%$
(ب) افتراض انخفاض سعر الأوقية في السوق الحاضر بعد 6 شهور إلى 450 دولار	
- قيمة الصفقة:	- سعر العقد بعد 6 شهور هو:
$10 \times 450 = 4500$ دولار	$100 \times 450 = 45000$ دولار
- الاستثمار المبدئي: 5000 دولار	- سعر الشراء: 52500 دولار
- معدل العائد $= (5000/500) = 10\%$	- الاستثمار المبدئي 5000 دولار
	- معدل العائد $= (5000/7500) = 66.67\%$

المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، سنة 2003، ص 181.

من خلال الجدول فإنه إذا كان الاستثمار في سوق العقود يتولد عنه ربح يفوق في معدل الربح المتولد عن استثمار نفس المبلغ في السوق الحاضر، فإن الخسارة في تلك العقود تفوق مثيلتها في السوق الحاضر، بما يعني أنّ التعامل في سوق العقود المستقبلية ينطوي على قدر أكبر من المخاطر. أمّا السبب فهو فكرة الرفع التي يقوم عليها التعامل في أسواق المشتقات بصفة عامة.

5. شروط وسمات التعامل في العقود المستقبلية:

يقتضي التعامل في العقود المستقبلية سمات وشروط معينة —تم الإشارة إليها سابقا عند تعريف العقود المستقبلية— ونعود للتذكير بها مع نوع من التفصيل في العناصر التالية:

أ- غمطية العقود: والمقصود بذلك تنميط شروط العقد الذي يفيد في توفير السيولة والكفاءة لسوق العقود كما يفيد في الحد من فرص الاختلاف في وجهات النظر، طالما أنّ شروط العقد متعارف عليها من كافة المتعاملين. ويتعلق تنميط شروط العقد المستقبلي بما يلي:

أولاً- وحدة التعامل في العقد: تحدد إدارة السوق حجم العقود والوحدة المعمول بها لتحديد الحجم، وذلك بسبب اختلاف طبيعة الأصول الضمنية التي تشتق منها العقود، ويتم تحديد حجم العقد من خلال تحديد عدد الوحدات التي يشملها هذا عقد؛ غير أنه لا يجري تنميط عدد العقود المسموح بالتعامل بها أو حجم المعاملات، وإنما حجم العقد الواحد فقط¹.

ثانياً- شروط التسليم: تضمن هذه الشروط كل من: (1) تواريخ التسليم، التي غالبا ما تكون منتظمة، خاصة في حالة الأصول الضمنية المالية؛ (2) طريقة وأماكن التسليم، تحدد بشكل جيّد في العقود، خاصة عندما يتعلق الأمر بالمنتجات الزراعية؛ (3) نوعية وجودة الأصل الضمني، يحدد العقد المعياري الصنف بشكل دقيق ويحدد بديلا لهذا الصنف وفارق السعر المدفوع عليه (تحديدا بالنسبة للأصول المادية).

ثالثاً- حدود التقلبات السعرية: تم تحديد مجال للتقلبات السعرية، وذلك بوضع الحد الأقصى والأدنى لتحرك السعر، مع تعليق التداول في حالة خروج السعر عن المجال المحدد، والغاية من هذا الإجراء هو عدم إلحاق الضرر بالمتعاملين، خاصة في ظل التسوية اليومية للمراكز المفتوحة²؛ ولا يمكن أن يتخطى السعر تلك الحدود إذ يظل هذا السعر سائدا حتى نهاية اليوم؛ وفي اليوم التالي يبدأ التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق، ويمكن أن يرتفع أو ينخفض السعر في اليوم التالي، بشرط ألا يتعدى الحد الأقصى المحدد؛ ولعلّ السبب في وضع

¹ لمياء عماني، الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، سنة 2019-2020، ص 33.

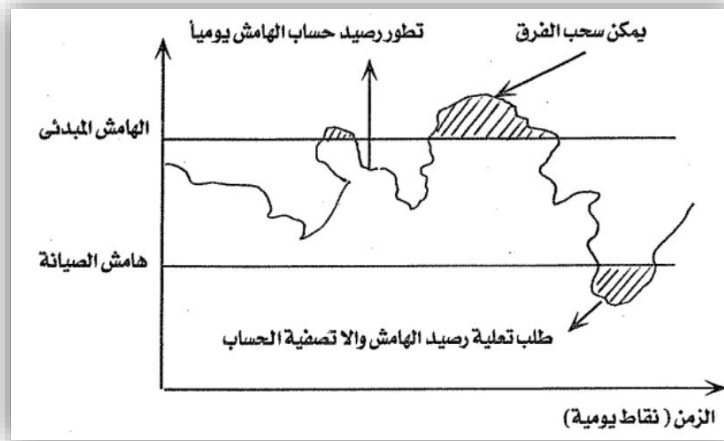
² لمياء عماني، الهندسة المالية، نفس المرجع، نفس الصفحة.

حد أقصى للتغيرات السعرية هو الحد من آثار التقلبات السعرية العنيفة الناجمة عن المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد إلى السوق؛ فضلا عن كونها تسهم في جعل الهامش المبدئي صغيرا نسبيا¹.

رابعا- حدود المعاملات: ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون في حيازة مستثمر واحد قصد التعامل بها في السوق².

خامسا- وديعة الضمان: تمثل وديعة الضمان في الهامش المبدئي الأساسي - الذي ذكرناه سابقا - الذي يوضع في حساب العميل المرتبط بدرجة تقلب الأصل الضمني، أي المرتبط بدرجة الخطر³، والذي يحدد كنسبة مئوية من قيمة الصفقة تتراوح غالبا بين 5 و 15%، وكلما ارتفعت قيمة المستقبلات نتيجة تقلب سعري لمصلحة العميل كلما أضيف الفرق لرصيده، وكلما حدث العكس بأن تراجعت قيمة العقود المستقبلية نتيجة تقلب سعري معاكس لوضعية العميل كلما أخذ من رصيده، مما يتسبب بانخفاض قيمة الضمان. إذا تراجعت قيمة الضمان عن الحد الأدنى تكون هناك "دعوة للهامش"، أي يدعى العميل لتعديل قيمة رصيده، وهذا لأن العقود مسخرة باستمرار، وكل تغير في القيمة ينتج عنه تدفقات نقدية وسيطة من خلال التسوية اليومية (Daily Settlement) و الشكل الموالي يوضح آلية التعامل بالهامش ضمن العقود المستقبلية، وذلك طيلة مدة استحقاق تلك العقود:

الشكل رقم 08: آلية التعامل بالعقود المستقبلية و التسوية اليومية



المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر والمحاسبة: الدار الجامعية، مصر، سنة 2001، ص 49.

ويمكن أن نميز في هامش الضمان على وجه العموم؛ عنصرين نذكرهما فيما يلي:

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، سنة 2003، ص 159.

² بن صوشة ثامر، الهندسة المالية، مطبوعة موجهة لفائدة طلبة السنة الثانية ماستر تخصص: إدارة مالية، جامعة تيارت، سنة 2017-2018؛ ص 49.

³ لمياء عماني، الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 33.

أولا - يوجد الهامش المبدئي الذي يشكل نسبة ضئيلة من مبلغ المعاملة المالية، والذي يودع بشكل إجباري في أرصدة الطرفين المتقابلين في المعاملة، يمكن تطور الرصيد إيجابا بالارتفاع حسب مركز المستثمر وحركة الأسعار السائدة في السوق (سعر الأصل الضمني وسعر العقد المستقبلي)، ويمكن للمستثمر أن يسحب من ذلك الرصيد.

ثانيا - يحدد العقد أيضا نسبة أخرى من قيمة المعاملة المالية تسمى **هامش الصيانة** (قد يمثل من 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي) ، لا يمكن السماح بنزول الرصيد تحت هذا الهامش، وفي حالة حدث ذلك تكون هناك دعوة إلى تسوية الهامش ورفع الرصيد إلى مستوى هامش الصيانة وإلا تتم تصفية المركز من قبل غرفة المقاصة (تحل غرفة المقاصة محل الطرف الذي لا يستجيب إلى الدعوة لتسوية الهامش، وتصبح هي الطرف المقابل في العقد).

تتمثل الآثار الإيجابية المنتظرة من عملية تنميط العقود المستقبلية في¹:

- إدراك المتعاملين لمحتوى ما يقومون بالتداول عليه بشكل جيد وموحد؛
- معرفة المستثمرين بالتزامات العقد، حيث يعرف المشتري تكلفة الأصل الضمني ويعرف البائع المبلغ الذي سيحصل عليه ونوعية الأصل المتعاقد عليه؛
- سهولة تداول العقود المستقبلية لأنها كلها بمثابة عقد واحد، يصلح للاستخدام خارج متطلبات كل طرف على حدا؛
- إمكانية إجراء معاملات بأحجام كبيرة والدخول في عقود متعددة ومتقاطعة؛
- تمتع السوق بالسيولة وبالتالي دعم مستوى الكفاءة؛

¹ Morrissey, B. , Op- Cit. P. 5

الجدول رقم 07: أهم الفروقات القائمة بين عقود المستقبلات و العقود الآجلة

عقود المستقبلات	العقود الآجلة
كلاهما عقود آجلة؛ إلزامية التنفيذ؛ تستخدم للمضاربة و التغطية	
هي عقود نمطية ومعيارية وموحدة من حيث الشكل و الاستحقاق (هناك عدة خصائص للعقد يتم تنميطها من قبل إدارة السوق)	هي عقود خاصة ومكيفة مع حاجات ومتطلبات المتعاملين في شكلها و استحقاقها وفي خصائصها الأخرى بحيث أنها تبنى على تفاهم الطرفين وشروطهما.
هي عقود قياسية بين العملاء وغرفة المقاصة، بحيث أنّ الطرف المقابل لكل عميل هو غرفة المقاصة.	لا يوجد تدخّل لهيئة رسمية بل تتم المعاملات بتراضي الطرفين (عقود قائمة على الثقة) وغالبا ما تكون البنوك طرفا أساسيا فيها.
توجد إمكانية كبيرة للتفاوض على العقد المستقبلي في السوق المالي وسهولة المتاجرة به وتمييزه بالسيولة.	قليلًا ما يتم التفاوض على العقود الآجلة بسبب عدم معياريته ونمطيتها —هي عقود ليس لها قالب قانوني—
وجود هامش مبدئي إجباري عند التعاقد، حصول ترصيد للأرباح و الخسائر بصفة مستمرة، وجود التدفقات النقدية الوسيطة التي تضمن عنصر السيولة و الأمان.	تكون التسوية في تاريخ الاستحقاق؛ حيث لا توجد تدفقات نقدية وسيطة ولا أي التزام مبدئي بالدفع.
تقوم آلية التعامل في المستقبلات على الحفاظ على الهامش حتى يعكس التقلبات السعرية ولا يلحق الضرر الكبير بالمتعاملين.	يحدّد الهامش مرّة واحدة عند التعاقد (يحدّد المعدّل أو السعر المرجعي) و تتم تسوية العملية مرّة واحدة عند تاريخ الاستحقاق.

المصدر: لمياء عماني، الهندسة المالية؛ نفس المرجع السابق؛ ص ص: 35-36.

6. استراتيجيات التغطية باستخدام المستقبلات:

هناك عدد كبير من الاستراتيجيات التي يتم استخدامها للتغطية ضد المخاطر؛ ولعل أهم هذه الاستراتيجيات: تغطية المركز الطويل، وتغطية المركز القصير. ويدور استخدام مصطلح التحوط القصير والتحوط الطويل حول مسألة التسليم أو التسلم فإذا ما كنا بصدد التسلم فنمة مركز طويل، وإذا ما كنا بصدد التسليم فنمة مركز قصير؛ فإذا ما كان المستثمر يحتفظ بمركز طويل في السوق الحاضرة، فإنه يكون ممتلكاً للأصل ذاته، بينما الذي يحتفظ بمركز قصير في ذات السوق فليس مالكا للأصل وإنما هو مقترض له، وعليه الالتزام برده لمن اقترضه منه، ولذلك فإن حيازته هنا سلبية¹.

أولاً- إستراتيجية التغطية بمركز قصير (Short Hedging): يقصد بالتغطية بمركز قصير أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه، أو يتوقع أن يمتلكه²؛ إذا أراد أحد المستثمرين حماية قيمة تشكيلة استثماراته من تقلبات الأسعار، فيمكنه أن يحقق ذلك من خلال أخذ مركز قصير في عقد مستقبلي.

فإذا كانت تشكيلة الاستثمارات عبارة عن سندات خزانة فيمكنه التعاقد على تسليم نفس مواصفات تشكيلة استثماراته من حيث الكوبون، وأجل الاستحقاق إلى مشتري العقد في تاريخ الاستلام بالسعر الحالي وبذلك يضمن عدم تغير قيمة استثماراته³.

مثال تطبيقي: الأسعار المستقبلية لتسليم جوان بالنسبة لسندات الخزنة حجم 100000 دولار (قيمة اسمية) هو 95,25 دولاراً للسند؛ هناك ثلاثة احتمالات لأسعار السندات في شهر جوان وهي: 94,25 دولار أو 96,25 دولار، فإذا أراد أحد المستثمرين حماية تشكيلة استثماراته من تقلبات الأسعار بدخوله مركزاً قصيراً في عقد مستقبلي وكان لهذا المستثمر 200 سند والقيمة الاسمية للسند 1000 دولار، فيمكن للمستثمر تحقيق ذلك من خلال التغطية القصيرة؛ أي بائعاً لعقد مستقبلي كالاتي:

سيدخل المستثمر بائعاً لعقدين من العقود المستقبلية وذلك لأن العقد المستقبلي قيمته الاسمية 100000 والمستثمر يمتلك 200 سند والقيمة الاسمية للسند 1000 دولار؛ أي حجم استثماراته $200 \times 1000 = 200000$ وعدد العقود $200000 / 100000 = 2$.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، سنة 2005، ص 32.

² هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 242.

³ محمد الجناوي، نهال فريد عنبر، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد لطفي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، سنة 2007، ص 250.

عدد الوحدات في العقد المستقبلي الواحد $100 = 1000 / 100000$ وحدة (سند).

عدد الوحدات في العقدين بالنسبة للمستثمر $200 = 2 \times 100$ وحدة (سند).

وهذا يعني أن ربح العقد المستقبلي بالنسبة للمستثمر (البائع) يحسب على النحو التالي:

$$\text{ربح العقد المستقبلي} = 200 \times (\text{سعر العقد المستقبلي} - \text{السعر الحاضر في تاريخ التسليم})$$

وبالتالي: إذا تحقق أي من الاحتمالات الثلاثة، فإن تشكيلة الاستثمار بالنسبة للمستثمر لن تتغير كالآتي:

الجدول رقم 08: مثال عن التغطية بمركز قصير

أسعار سندات الخزانة في شهر جوان			
96,25	95,25	94,25	قيمة السندات الحالية: (2000 x السعر عند التسليم)
200	صفر	200	أرباح أو خسائر العقد المستقبلي: (سعر العقد المستقبلي - السعر الحاضر)
19050	19050	19050	الإجمالي

المصدر: محمد الحناوي و آخرون؛ الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر؛ الإسكندرية؛ المكتب الجامعي الحديث، سنة

2007؛ ص 202.

وكما يتضح من المثال السابق فإن التشكيلة الكلية للاستثمار لم تتأثر بالتغير في أسعار السندات نتيجة لاستخدام العقد المستقبلي؛ فالمكاسب أو الخسائر من الاستثمار في السندات الحالية تقابلها الخسائر أو المكاسب من العقد المستقبلي.

ثانياً - إستراتيجية التغطية بمركز طويل (Long or Buying Hedge): يقصد بتغطية المركز الطويل أو تغطية مركز

شراء أخذ مركز على عقد لشراء أصل ما بهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار¹.

يتشابه المركز الطويل في التغطية مع المركز القصير، حيث يدخل المستثمر مشترياً للعقد المستقبلي بغرض الحماية من تقلبات الأسعار؛ فمثلاً قد يتوقع مدير لصندوق استثمار تدفقاً نقدياً بعد شهرين يمكن استخدامه في شراء أوراق مالية وحصوله على فائدة ثابتة، ويرى مدير هذا الصندوق أن سندات الخزانة بسعرها الحالي وعائدها تعتبر مجالاً جذاباً للاستثمار فيه، ولكن التدفق النقدي سيأتي بعد شهرين.

¹ بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، جامعة فرحات عباس- سطيف- الجزائر، سنة 2010-2011، ص 121.

هنا يمكن للمدير أن يدخل في عقد مستقبلي مشتريا -أي مركزا طويلا-، وهذا العقد يلزمه بشراء سندات الخزانة بسعرها الحالي الذي يعتبر جذاباً من وجهة نظره؛ وبذلك يمكنه أن يحصل على نفس السعر للسندات والعائد عندما يتوفر معه النقد بعد شهرين؛ فإذا استخدمنا نفس بيانات المثال السابق ولكن بالنسبة للمركز الطويل كمشتري، فإن تكلفة الشراء للسندات لن تتغير في حالة حدوث أي من الأسعار المحتملة الثلاثة خلال شهر جوان كالاتي:

الجدول رقم 09: مثال عن التغطية بمركز طويل

أسعار سندات الخزانة في شهر جوان			
96,25	95,25	94,25	قيمة السندات الحالية: (2000 x السعر عند التسليم)
200	صفر	200	أرباح أو خسائر العقد المستقبلي: (سعر العقد المستقبلي - السعر الحاضر)
19050	19050	19050	الإجمالي

المصدر: محمد الحناوي و آخرون؛ الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر؛ الإسكندرية؛ المكتب الجامعي الحديث، سنة 2007؛ ص 203.

وكما يتضح من المثال فإن تكلفة الشراء الكلية بالنسبة لمدير الصندوق لم تتغير، رغم اختلاف أسعار السندات خلال شهر جوان، حيث يضمن المدير الشراء بنفس السعر الحالي وهو 95,25 دولاراً للسند.

ثالثاً- إستراتيجية تجديد التغطية (Rolling the Hedging): تبدو أهمية إستراتيجية تجديد التغطية عندما تكون الفترة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية النشطة، حينئذ تقتضي التغطية إبرام عقود مستقبلية بتواريخ استحقاق قصيرة، على أن يتم تسويتها قبيل تواريخ التسليم، ثم إحلالها بعقود مستقبلية أخرى تمتد لتواريخ لاحقة، إلى أن يتم بلوغ نهاية الفترة المخططة لامتلاك الأصل، هذا النوع من التغطية لا بد وأن يدخل في نطاق التغطية بأخذ مراكز قصيرة على الأصل محل الاهتمام.

رابعاً: إستراتيجية التغطية المتقاطعة أو التغطية بأصل مختلف (Cross Hedging): يمكن أن نطلق على التغطية المتقاطعة بالتغطية غير المباشرة (Indirect Hedging) تمييزاً لها عن التغطية المباشرة؛ فالتغطية المباشرة تكون من خلال عقد مستقبلي على أصل يماثل الأصل محل التغطية؛ مثال على ذلك العقد المستقبلي على الذرة أو القمح، الذي غالباً ما يكون الأصل المبرم عليه العقد هو ذاته الأصل المملوك أو الأصل المراد شرائه أو بيعه، أما التغطية المتقاطعة فهي تغطية من خلال عقد مستقبلي على أصل يختلف عن الأصل المملوك أو الأصل المراد شراؤه أو

بيعه؛ فمدير محفظة للأوراق المالية الذي يرغب في تغطية مركزه على سندات إحدى الشركات، لن يجد سبيلاً أمامه سوى التغطية باستخدام عقد مستقبلي على سندات حكومية، طالما لا يوجد عقود مستقبلية على سندات الشركات؛ ومنشآت تكرير البترول التي تريد شراء نوع من البترول الخام يختلف في مستوى جودته عن الأنواع التي تبرم عليها عقود مستقبلية، تظل قادرة على تغطية مركزها بإبرام عقد أصل يختلف من حيث الجودة.

ولنجاح تلك التغطية يشترط أن تكون هناك علاقة ارتباط قوية بين سعر الأصل المبرم عليه العقد، والأصل المملوك أو المراد شراؤه أو بيعه؛ وهذا لا يمنع أن تكون حركة سعر الأصل المبرم عليه العقد وسعر الأصل محل التغطية يسيران في اتجاه عكسي، فالعبرة من وجود ارتباط قوي بين السعيرين - بصرف النظر عن اتجاه حركتهما - وهذا الشرط في مجمله يعني أنه يصعب على التغطية المتقاطعة إزالة المخاطر كلية بل تسهم في تخفيضها؛ ومن أبرز تلك المخاطر التي يصعب السيطرة عليها سيطرة كاملة بالتغطية المتقاطعة هي مخاطرة الأساس و التي نصفها في مايلي:

➤ مخاطرة الأساس Basis Risk: يوجد عدد من الأسباب التي تجعل التحوط باستخدام عقود العمليات

الآجلة لا يسير على ما يرام تماماً في الواقع العملي وتشمل:

- 1- الأصل المراد حماية سعره قد لا يكون هو نفس الأصل موضوع العقد المستقبلي بالضبط.
 - 2- قد لا يكون المتحوط متأكداً من موعد شراء الأصل أو بيعه بالضبط.
 - 3- قد لا يكون المتحوط متأكداً من موعد شراء الأصل أو بيعه بالضبط.
 - 4- قد يتطلب التحوط إنهاء عقد العمليات الآجلة قبل تاريخ إنتهاء صلاحيته بفترة.
- وقد أدت هذه المشكلات إلى نشوء ما يعرف باسم مخاطرة الأساس؛ والأساس في موقف التغطية يعرف على

النحو التالي: **الأساس = السعر الفوري للأصل المراد حمايته - سعر العمليات الآجلة للعقد المستخدم**

فمهما كانت قوة الارتباط بين الحركة السعرية للأصل الذي أبرم عليه العقد والأصل المختلف المراد تغطية المخاطر التي تنطوي على اقتنائه، فلن تكون في قوة الارتباط بين الحركة السعرية إذا كانت التغطية على نفس الأصل المراد اقتنائه، فالارتباط بين سعر عقد مستقبلي على سندات الخزانة وسعر تلك السندات في السوق الحاضر، لا بد وأن يكون أقوى من الارتباط بين سعر عقد مستقبلي على سندات الخزانة وسعر سندات إحدى الشركات، ومع ذلك تظل الحقيقة أن معامل الارتباط في الحالة الأخيرة يتوقع أن يكون أقوى إذا كانت سندات

الشركة المعنية تتمتع بمستوى تصنيف مرتفع (*Bond Rating*) مثل تصنيف (*AAA*) أو (*AAB*) وفقا لتصنيف مؤسسة ستاندرد آند بورز¹ *Standard & Poor's Financial Services*.

كما يتوقع أن يكون الارتباط ضعيفاً إذا كانت سندات الشركة قد تم تصنيفها عند مستوى (*BB*) أو أقل بوصفها سندات مضاربة وليست سندات استثمار. وقد تكون التغطية المتقاطعة تغطية إجمالية أو كلية. ومن الأمثلة على التغطية الكلية (*Macro-Hedging*) إبرام عقد مستقبلي على مؤشر ستاندر آند بور، للتغطية ضد مخاطر تتعرض لها محفظة متنوعة للأوراق المالية تشتمل على أسهم تختلف عن الأسهم المكونة للمؤشر. كما يمكن أن تكون التغطية فردية أو جزئية (*Micro-Hedging*) عندما تكون التغطية على محفظة من السندات مثلاً من خلال عقود مستقبلية لكل سند على حدى.

7. حدود التغطية باستخدام العقود المستقبلية ومخاطرها:

الأصل أن تسهم التغطية بالعقود المستقبلية في التخلص كلية من آثار التقلبات السعرية للأصل محل التغطية، وذلك عندما يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل تماماً للأصل المراد التغطية ضد مخاطر تقلبات سعره؛ يرجع ذلك إلى قوة معامل الارتباط بين سعر الأصل في السوق الحاضر وسعره في العقد المستقبلي، مما يجعل من الممكن التخلص من مخاطر الأساس، أي من مخاطر تقلب الفرق في سعر العقد المستقبلي والسعر في السوق الحاضر، خلال فترة سريان العقد، وهذه بالطبع ليست قاعدة عامة، ذلك أن هناك مخاطر من شأنها أن تؤدي إلى إحداث خلل في العلاقة بين السعرين، بشكل يجعل من غير الممكن تجنب آثار التقلب في سعر الأصل، من خلال التغطية بالعقود المستقبلية.

نقصد بذلك مخاطر الجودة، و مخاطر الكمية، و مخاطر التوقيت، و مخاطر موقع التسليم؛ وترجع مخاطر الجودة (*Quality Risk*) إلى أن الطرف الذي أخذ مركزاً قصيراً، له الحق في بعض أنواع العقود، أن يختار من بين بدائل متاحة ومحددة للأصل الذي يمكن تسليمه. ومن المتوقع أن يقوم البائع بتسليم الأصل الأرخص، المشكلة ترتبط أساساً بالتغطية المتشابكة (*Cross Hedging*) والتي من شأنها أن تجعل الأساس بين سعر السوق الحاضر وسعر العقد المستقبلي يتسم بعدم الاستقرار؛ أما مخاطر الكمية (*Quantity Risk*) فتتنبأ من حقيقة أن العقود المستقبلية هي عقود نمطية.

¹ ستاندرد آند بورز (*S & P*): هي شركة خدمات مالية ومقرها في الولايات المتحدة الأمريكية وهي فرع لشركات مكغرو هيل التي تنشر البحوث والتحليلات المالية على الأسهم والسندات ولها معرفة جيدة بمؤشراتها في سوق البورصة إس وبى 500 الأمريكية و S&P/ASX الأسترالية و S&P/TSX الكندية و S&P/MIB الإيطالية والهندية S&P CNX Nifty كما أنها واحدة من وكالات التصنيف الائتماني الثلاث الكبار، التي تضم أيضاً تصنيف كلا من وكالة موديز و وكالة فيتش

وبالنسبة لمخاطر التوقيت (**Timing Risk**) فتنشأ عندما لا يتواءم تاريخ تسليم العقد، مع بداية الفترة المطلوبة لتغطية المركز الذي أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر، مرة أخرى يحدث ذلك بسبب كون تواريخ العقود النمطية، غير قابلة للتعديل؛ فأما إذا ما بيع الأصل أو اشترى لاحقاً في تاريخ يختلف عن تاريخ تسليم العقد؛ فمن المحتمل أن تتفاوت الأسعار، ويصبح الأساس قيمة موجبة أو سالبة؛ في حين لو كان البيع أو الشراء في ذات تاريخ لتسليم، فإن قيمة الأساس تصبح مساوية للصفر؛ وأخيراً تنشأ مخاطر موقع التسليم (**Location Risk**) نتيجة لارتفاع تكاليف الشحن بشكل لم يكن في الحسبان، مما يعرض الطرف البائع لخسارة غير متوقعة ورغم كل تلك المخاطر، وما قد يصاحبها من تعرض المستثمر للخسائر، تبقى للعقود المستقبلية أهميتها كونها عقود ذات سوق نشط بفضل سمة تنميطها، و التي تحمي المستثمر من التقلبات في الأسعار اليومية¹.

8. الرموز القياسية للإشارة الى العقود المتداولة في البورصات السلعية:

تستخدم أسواق العقود المستقبلية، خاصة في البورصات السلعية، مجموعة من الرموز القياسية للإشارة إلى العقود المتداولة، وكذلك لتحديد شهر وسنة التسليم. وعادةً ما يتكون رمز العقد المستقبلي من عدة حروف وأرقام تشير إلى خصائص العقد المختلفة.

ففي الغالب يتكون رمز العقد من ثلاثة عناصر رئيسية:

- يشير الحرف أو الحرفان الأولان إلى اسم السلعة أو المنتج محل العقد.
- بينما يدل الحرف التالي على شهر انتهاء العقد أو شهر التسليم.
- أما العنصر الثالث فيشير إلى سنة التسليم.

ونظراً لأن بعض العقود المستقبلية يمكن أن يتم تداولها لسنوات عديدة قبل موعد استحقاقها، فقد يُعبّر عن السنة في الرمز برقمين في بعض الحالات، مثل (09) للدلالة على سنة 2009، أو برقم واحد فقط² في حالات أخرى، وذلك وفقاً لنظام الترميز المعتمد في البورصة المعنية؛ وذلك ما نوضحه في الجدول التالي:

¹ محمد الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الإسكندرية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، سنة 2000، ص: 332- 333.

² تداول العقود المستقبلية على منصة SAXO TRADER على الموقع: <https://www.home.saxo/ar-mena/>

الجدول رقم 10: الرموز القياسية للإشارة الى العقود المتداولة

السلعة	رمزها	حجم العقد	السلعة	رمزها	حجم العقد
الذرة	C	5000 بوشل	النحاس	HG	25000 باوند
فول الصويا	S	5000 بوشل	الذهب	GC	100 أونصة
الحنطة	W	5000 بوشل	البلاتين	PL	50 أونصة
القهوة	KC	37500 باوند	النفط الخام	CL	1000 برميل
السكر	SB	112000 باوند	زيت التدفئة	HO	42000 كالون
عصير البرتقال	JO	15000 باوند	الكازولين الخالي من الرصاص	HU	42000 كالون

المصدر: ربيع هادي الحسناوي و محمد علي ابراهيم العامري، أساسيات عقود مستقبلات السلع مع التركيز على عقود مستقبلات النفط الخام، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد 21، جامعة كربلاء، 2008، ص : 39.

أما عن رموز الأشهر في هذه الأسواق؛ فهو معبر عنها على النحو التالي:

الجدول رقم 11: الرموز القياسية للإشارة الى الأشهر

الشهر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	ماي	جوان
الرمز	F	G	H	J	K	N
الشهر	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
الرمز	M	Q	U	V	X	Z

المصدر: تداول العقود المستقبلية على منصة SAXO TRADER عبر الرابط: <https://www.home.saxo/ar-/-mena/>.

مثال عن العقود المستقبلية:

نفترض أن مستثمرا اتصل بسمساره يوم الاثنين 03 جانفي 2025 لشراء عقدين من عقود عمليات الذهب المستقبلية لشهر جوان 2025 (ترميزها الدولي GCN17) في بورصة نيويورك للسلع COMEX بسعر 400 دولار للأونصة؛ وحجم العقد هو 100 أونصة؛ مقابل أن يودع أموالا لدى غرفة المقاصة فيما يسمى بحساب الهامش المبدئي و المقدّر بـ : 05% من قيمة الصفقة (2000 دولار للعقد = 4000 دولار للصفقة) وفي نهاية كل يوم تداول تتم التسوية بحساب الهامش ليعكس مكسب أو خسارة المستثمر.

و الجدول أدناه يمثل أسلوب عمل الهامش فيما يتعلق بسلسلة محتملة من الأسعار الآجلة للذهب؛ ويفترض أن يكون هامش الصيانة 1500 دولار للعقد (وهو المبلغ الذي يجب أن ينخفض رصيد المستثمر الى أقل منه)

جدول رقم 12: أسلوب عمل الهامش في العقود المستقبلية

اليوم	السعر الآجل للذهب	المكسب/ الخسارة اليومية	المكسب/ الخسارة التراكمية	رصيد حساب الهامش
				4000
03 جانفي	397	600	600	3600
04 جانفي	396.1	180	780	3220
05 جانفي	398.2	420	360	3640
06 جانفي	397.1	220	580	3420
07 جانفي	396.7	80	660	3340
10 جانفي	395.4	260	920	3080
11 جانفي	393.3	420	1340	2660
12 جانفي	393.6	60	1280	4060
13 جانفي	391.8	360	1640	3700
14 جانفي	392.7	180	1560	3880
17 جانفي	387	1140	2700	2740
18 جانفي	387	0	2700	4000
19 جانفي	388.1	220	2480	4220
20 جانفي	388.7	120	2360	4340
21 جانفي	391	460	1900	4800
24 جانفي	392.3	260	1640	5060

المصدر: مثال توضيحي من الباحث حسب معطيات يومية.

نلاحظ من خلال الجدول أنه في 11 جانفي نزل حساب رصيد الهامش بـ : 340 دولار عن مستوى هامش الصيانة؛ وبالتالي على السمسار أن يقوم بطلب هامش إضافي قدره 1340 دولار ليلحق رصيد الهامش المبدئي، ويلاحظ أن المستثمر يوفر بالفعل هذا الهامش عند إغلاق التداول في 12 جانفي.

وفي 17 جانفي كذلك يهبط مرة أخرى عن مستوى هامش الصيانة ويقوم السمسار بطلب تغطية (زيادة) للرصيد مرة أخرى.

في 24 جانفي يقرر المستثمر إما تغطية مركزه باتخاذ مركز قصير في العقدين (يدخل بمركز بائع) ويتكبد من خلال هذا القرار خسارة تراكمية قدرها 1640؛ أو المجازفة و الاستمرار في العقد الى غاية تاريخ التصفية جوان 2025.

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: ما المقصود بالعقود الآجلة وعقود المستقبلية؟ وما الفرق الجوهرى بينهما؟

السؤال الثاني: ما المقصود بعملية التحوط؟ وكيف تكون؟

السؤال الثالث: لماذا تفضل الشركات الكبرى التعامل في العقود الآجلة رغم ارتفاع مخاطرها؟

السؤال الرابع: كيف تؤثر غرفة المقاصة على استقرار سوق المستقبلية؟.

السؤال الخامس: قارن بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة من حيث:

- درجة التقييس

- إمكانية التسييل قبل حلول تاريخ الاستحقاق

- مخاطر الطرف المقابل

المحور السابع

عقود الخيارات وعقود المبادلات في سوق البضائع و المشتقات

كارمن رينهارت (Carmen Reinhart) - اقتصادية أمريكية معاصرة وخيرة مالية متخصصة في الأزمات المالية الدولية و السياسات الاقتصادية-

" المشتقات المالية ساعدت بعض المؤسسات على التوسع المفرط في المخاطر قبل الأزمة المالية العالمية..."
كتابها مع كينيث روجوف الذي صدر سنة 2009 تحت عنوان - (*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*)

المحور السابع: عقود الخيارات و عقود المبادلات في بورصة البضائع و المشتقات

تمهيد:

تُعَدّ عقود الخيارات (Options) وعقود المبادلات (Swaps) من الأدوات المالية المشتقة المتقدمة التي تُستخدم على نطاق واسع في الأسواق المالية الحديثة لإدارة المخاطر وتحقيق استراتيجيات استثمارية متنوعة. تمنح عقود الخيارات حاملها الحق - دون الالتزام - في شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل دفع علاوة (Premium). أما عقود المبادلات فهي اتفاقيات بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية مستقبلية وفق شروط محددة مسبقاً، وغالباً ما تُستخدم في إدارة مخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف أو السلع.

ويتم تداول عقود الخيارات في أسواق منظمة تخضع لإشراف هيئات رقابية دقيقة، مثل Chicago Board Options Exchange و Eurex Exchange، كما يمكن تداول بعض الخيارات والمبادلات في الأسواق خارج البورصة (OTC). أما عقود المبادلات فتُبرم غالباً بين المؤسسات المالية الكبرى عبر الأسواق غير المنظمة أو من خلال منصات تداول متخصصة.

الأهداف التعليمية للمحور: يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التعليمية، من

أبرزها:

- تمكين الطالب من فهم مفهوم عقود الخيارات - خيار الشراء Call وخيار البيع Put - والتمييز بينهما من حيث الحقوق والالتزامات
- إدراك آلية تسعير الخيارات والعوامل المؤثرة فيها مثل سعر الأصل الأساسي، مدة العقد، التقلب (Volatility)، وسعر الفائدة.
- فهم مفهوم العلاوة (Premium) ونقطة التعادل (Break-even Point).
- تحليل آلية عمل عقود المبادلات، خاصة مبادلات أسعار الفائدة (Interest Rate Swaps) ومبادلات العملات (Currency Swaps).
- تقييم المخاطر المرتبطة بهذه العقود، مثل مخاطر الائتمان، ومخاطر السوق، ومخاطر التعقيد المالي.

تمهيد: سنتطرق في هذا المحور الى أهم عناصر المشتقات المالية و التي تعتبر الأنواع الأساسية المهمة التي جاءت بها الهندسة و التي أضحت تسيطر على عدد كبير من المعاملات ومن صيغ العقود القائمة بين المتعاملين الاقتصاديين على اختلاف دولهم و جنسياتهم خصوصا ما تعلق بالخيارات التي عرفت نموا كبيرا ومضطردا.

1. عقود الخيارات Options:

تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيار بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار بصفة خاصة بين الحاضر و المستقبل.

1.1. تاريخ وتطور أسواق الاختيار - الخيار:-

إن سوق الخيارات ما هو إلا شكل من أشكال السوق الآجل لكن مع اختلاف يتمثل في أنّ المشتري الذي يكسب الحق - وليس الالتزام - في التنفيذ أو عدم التنفيذ¹.

وقد شهدت أسواق الاختيارات نمواً سريعاً خصوصاً بعد تأسيس سوق شيكاغو لتداول اختيارات الشراء على الأسهم سنة 1973م، وهو أول سوق منظّم لتداول هذا النوع من الأدوات المالية؛ كما تمّ تأسيس أسواق مماثلة بالو.م.أ سنة 1976 لتداول اختيارات الشراء على الأسهم، أما في سنة 1997 فقد تمّ إدراج اختيارات البيع على الأسهم في جلّ أسواق الاختيارات الأميركية، كما تمّ في الثمانينات إدراج أنواع جديدة من الاختيارات تخص ليس فقط الأسهم، بل سندات الخزينة الأمريكية للعمليات الأجنبية، والسلع والبضائع ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم، وأسواق البضائع والأسواق المستقبلية².

إن نجاح سوق شيكاغو لتداول الخيارات "*Chicago board options exchange*" قاد كل المراكز المالية الدولية لإنشاء أسواق مماثلة حيث أنشئ سوق بكندا في كل من *Montréal* و *Toronto* وفي *Vancouver* وفي أستراليا في سيدني؛ كما افتتح السوق الأول الأوروبي في 4 أبريل 1978 "*European options exchange d'Amsterdam*" وفي بريطانيا تمّ تداول خيارات على القيم المنقولة منذ 21 أبريل 1978 وذلك عقب التجديدات المتخذة من طرف سلطات البورصة بأمستردام ولندن، وفي فرنسا افتتح سوق الخيارات بباريس في 10 سبتمبر 1987³.

2.1. ماهية عقد الخيار:

- الاختيارات لغة: جمع اختيار وهو يعني طلب خير الأمرين، و الإصفاء والإيثار والانتقاء والتفضل.

- أما اصطلاحاً: فيمكننا أن نورد أهم التعاريف الواردة فيها على الترتيب التالي:

¹ Josette Reyard, *La Bourse des valeurs mobilières*, 6ème édition, Librairie Vuibert, Paris, 1998 ; P : 159.

² محمد الحبيب جرایة، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، العدد السادس، سنة 1990، ص 1538.

³ Mondher Bellalah et Yves Simon, *Option, contrats à terme et gestion des risques*, 2ème édition, Economica, Paris, 2003, pp :12-13

أ- أما الاختيار أو الخيار في عرف الاقتصاد المعاصر، وفي الأسواق المالية، فيراد به حق شراء أو بيع سلعة ما في تاريخ محدد بسعر متفق عليه سلفاً، ولا يترتب على مشتري الخيار التزام بيع، أو شراء وإنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه، ويصبح المضارب مالِكاً للخيار بمجرد دفع قيمته، فالاختيار اتفاق بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق - وليس الإلزام - لشراء أو لبيع أوراق مالية، أو سلع حسب شروط منصوص عليها في العقد¹.

ب- هو عقد بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً؛ ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر².

ت- الخيار هو عبارة عن ورقة مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها وإنما قيمتها مستمدة من الورقة المالية التي أبرم عقد الخيار عليها ولا يعطي الخيار كامل الحق في جزء من ملكية الشركة إلا بعقد تنفيذ الخيار³.

ث- هو اتفاق تعاقد بين طرفين، أحدهما مشتري أو حامل الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، و بموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (وليس التزام) إذا ما رغب في أن يشتري من محرر (بائع) الخيار أو يبعه الأصل محل التعاقد (سهم، سند، مؤشر سوق الأسهم، عملة، سلعة... الخ)، بسعر معين يسمى **سعر التنفيذ** في تاريخ مستقبلي، وذلك مقابل دفع **علاوة** أو **مكافأة (Premium)**؛ ويمكن شرح مفهوم عقد الخيار و شروطه وأطرافه من خلال الجدول الآتي:

¹ علي محي الدين القرة داغي، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، سنة 1999، ص 172.

² طارق الله خان، حبيب أحمد، ترجمة عثمان بابكر أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، جدة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، سنة 2003، ص 126.

³ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، عمان، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، سنة 2007، ص 126.

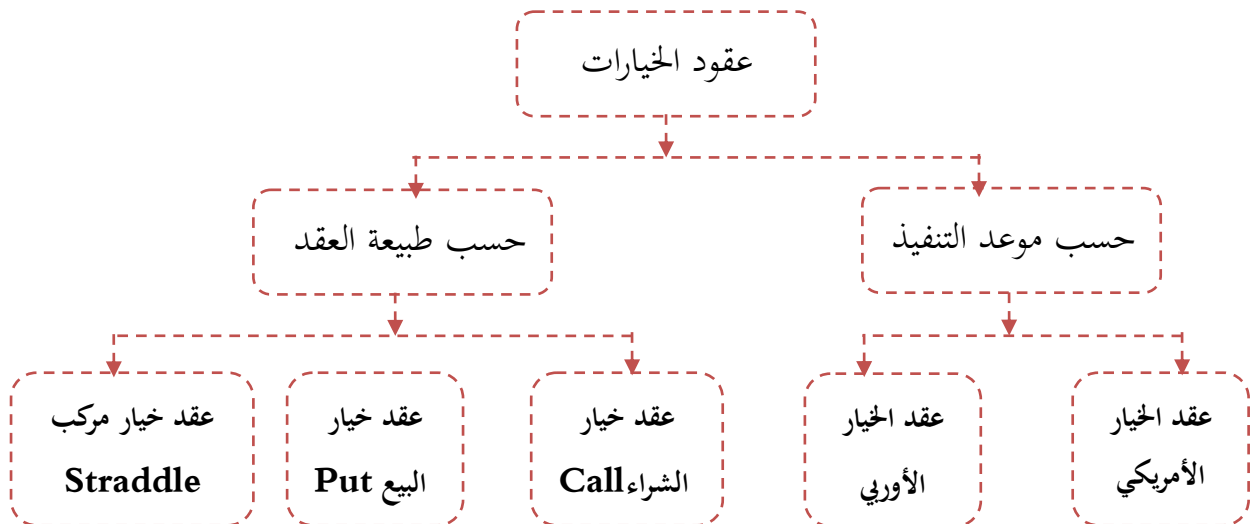
الجدول رقم 13: أطراف وعناصر عقد الخيار

عناصر عقد الخيار	الشرح
مشتري الحق -Buyer-	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان خيار شراء، أو بيعه إذا كان خيار بيع
البائع (محرر العقد) -Writer-	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد-بيعا أو شراء- في حالة طلب المشتري تنفيذ العقد
سعر الممارسة (سعر التنفيذ) -Exercise or striking price-	وهو السعر المحدد سلفا لتنفيذ العقد، وهو سعر الشراء أو سعر البيع قبل تاريخ الاستحقاق
العلاوة (المكافأة) - Premium -	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع وغالبا ما يكون نسبة مئوية من مبلغ العقد، وهناك عوامل أخرى تدخل في تحديده.
السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق أثناء تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم من فترة العقد.
تاريخ التنفيذ - Exercise date -	هو التاريخ الذي يتم فيه مشتري الأصل بتنفيذ العقد
تاريخ الانتهاء	هو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعلومات المتوفرة من خلال التعاريف أعلاه.

3.1. أنواع عقود الخيارات: يمكن تعداد أهمّها من خلال الشكل التالي وذلك حسب الطبيعة وحسب موعد التنفيذ:

الشكل رقم 09: أنواع عقود الخيارات الشائعة.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعلومات المتوفرة و المستقاة من خلال مراجع مختلفة.

أولاً- حسب موعد -تاريخ- التنفيذ: نميز فيه نوعان أساسيان "أ" و "ب"

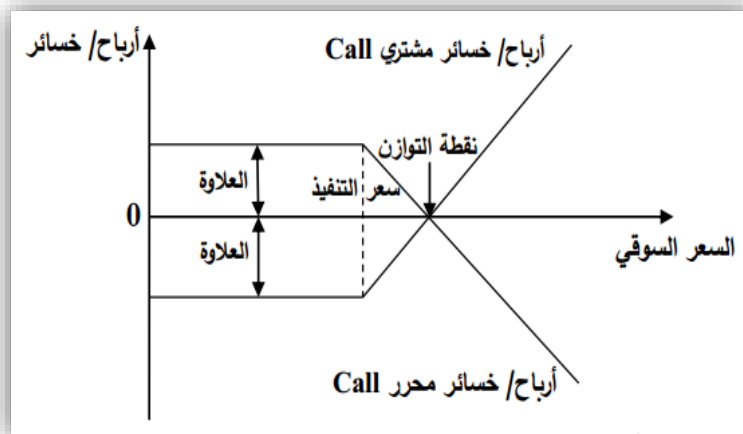
أ. عقد الخيار الأمريكي: هو عقد يعطى لطرف (المشتري الخيار) الحق في شراء أو بيع أصل مالي (أسهم، سندات، عملات) من طرف آخر (بائع أو محرّر الخيار) بسعر متفق عليه مقدّما على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه. هذا التاريخ يمثل تاريخ انتهاء فترة صلاحية عقد الخيار الأمريكي.

ب. عقد الخيار الأوربي: هو نفس عقد الخيار العقد الأمريكي، غير أنه يختلف في أن التنفيذ لا يتم إلا في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد.

ثانياً- حسب طبيعة العقد: نميز فيه نوعان بسيطان "أ" و "ب" ونوع مركّب "ج"

أ. حق خيار الشراء (Call Option): هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرّر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معيّن أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو المكافأة أو سعر الخيار (Premium)، وينفذ المشتري العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد¹؛ والشكل الموالي يبين حالات المكاسب والخسارة لمشتري خيار الشراء تبعا للأسعار السوقية السائدة:

الشكل رقم 10: مكاسب/خسائر عقد خيار الشراء Call

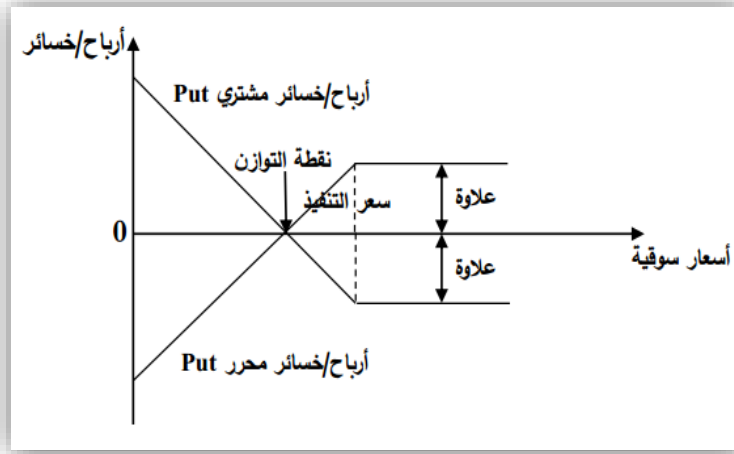


المصدر: حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، سنة 2001، ص ص: 43-44.

ب. حق خيار البيع (Put Option): هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد ويسعر يحدد مسبقا في العقد، ويحصل في مقابل ذلك على المكافأة من مشتري الحق، وينفذ مشتري الحق العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد¹؛ والشكل الموالي يبين حالات المكاسب والخسارة لمشتري خيار البيع تبعا للأسعار السوقية السائدة:

الشكل رقم 11: مكاسب/خسائر عقد خيار البيع Put



المصدر: حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

ج. حق الخيار المزدوج - المركب (Straddle Option): وهو ذلك النوع من عقود الخيارات الذي يجمع بين الخيارين السابقين معا؛ بحيث يكون نفس الطرف بائع ومشتري معا (كل طرف يمارس العمل في الاتجاهين كونه بائع ومشتري).

و بذلك فهي عقود خيارات مزدوجة، بحيث تتكون من خيار شراء Call وخيار بيع Put بنفس سعر التنفيذ ونفس تاريخ الاستحقاق، ويرى أن هذه العقود يجري تصميمها للمضاربين الذين يضاربون على توجهات السوق سواء بالصعود أو الهبوط، وينقسم هذا العقد بدوره إلى نوعين، هما:

عقد خيار مزدوج مرجح لارتفاع الأسعار *Strap*، وعقد خيار مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار *Strip*.

كما يمكننا أن نوضح من خلال الجدول التالي، حقوق والتزامات عقد خيار الشراء Call وعقد خيار البيع Put على النحو الآتي:

¹ طارق عبد العال حماد، نفس المرجع أعلاه، ص 44.

الجدول رقم 14: حقوق والتزامات خياري البيع و الشراء

الخيار / نوع الخيار	خيار الشراء Call	خيار البيع Put
مشتري الخيار	الحق في شراء الأصل المالي وليس الالتزام بذلك من بائع الخيار بسعر التنفيذ	الحق في بيع الأصل المالي وليس الالتزام بذلك الى بائع الخيار بسعر التنفيذ
بائع الخيار (المحرر)	الالتزام ببيع الأصل المالي (سهم، سند، عملة...) بسعر التنفيذ الى مشتري الخيار.	الالتزام بشراء الأصل المالي (سهم، سند، عملة...) بسعر التنفيذ من مشتري الخيار.

المصدر: مؤيد عبد الرحمان الدوري و سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء، الطبعة الأولى، عمان -الأردن- سنة 2012، ص 54.

ثالثا- حسب التغطية: نميز فيه نوعان من العقود حسب التغطية:

أ- عقد الخيار المغطى **Covered Option**: هو حق اختيار شراء أو بيع يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأصل محل العقد¹.

ب- عقد الخيار غير المغطى **Uncovered Option**: هو حق اختيار شراء أو بيع لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأصل محل العقد².

رابعا- حسب الربحية (عقود مربحة أو غير مربحة): تصنف الخيارات حسب الربحية في ثلاث مجموعات هي

التالية: - خيار متكافئ "At the money" أو "a parité" ويرمز لها في السوق المالي: ATM

- خيار مربح "In the money" أو "en dedans" ويرمز لها في السوق المالي: ITM

- خيار غير مربح "Out the money" أو "en dehors" ويرمز لها في السوق المالي: OTM

ويعتمد هذا التصنيف على مقارنة بين سعر التنفيذ و سعر السوق في الوقت الذي من الممكن فيه تنفيذ الخيار في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه بالنسبة للخيار الأمريكي، وفي الموعد المحدد لانتهاء العقد بالنسبة للخيار الأوروبي³.

رابعا - 1: وعند ذكر حالات الربح و الخسارة و التكافئ؛ لابد أن نتساءل: كيف نقيسها حتى ندرك في أي حالة من الحالات الثلاث السابقة هي؟

وللإجابة على ذلك لابد أن نعرف القيمة الذاتية؛ ونفصل على النحو التالي:

¹ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 1997، ص 321.

² محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ J.P. Gourlaouen, les nouveaux instruments financiers, librairie Vuibert, Paris, 1988, p : 154.

رابعا-1-1: القيمة الذاتية "Intrinsic Value": تمثل القيمة الذاتية للاختيار، الربح الفوري الذي يحققه مستثمر من وراء حيازته للخيار¹، و هي القيمة التي نحصل عليها عند تنفيذ عقد Call أو Put في حالة كون خيار الشراء أو البيع مربحا (ITM (In The Money، بينما في حالة الخيار غير مربح (OTM (Out The Money)، أو الخيار المتعادل (ATM (At The Money)، فإنه لا توجد قيمة ذاتية لخيار الشراء أو البيع، أي أن القيمة الذاتية صفر، لأن القيمة الذاتية لا يمكن أن تكون سالبة، ذلك لأن مالك الخيار الشراء أو البيع لا يقوم بتنفيذ الخيار في الحالتين السابقتين لأن ليس له مصلحة في ذلك.

القيمة الذاتية لـ Call: لمعرفة القيمة الذاتية أو الحقيقية أو الفورية لخيار الشراء بتاريخ التنفيذ فإن ذلك يعتمد على القاعدة العامة التالية: **القيمة الذاتية لـ Call = السعر السوقي - سعر التنفيذ**

الحالات الممكنة:

- ✓ **السعر السوقي < سعر التنفيذ** → **السعر السوقي - سعر التنفيذ > 0** → **القيمة الذاتية لـ Call < 0** → خيار الشراء مربح ITM → تنفيذ عقد Call؛
- ✓ **السعر السوقي > سعر التنفيذ** → **السعر السوقي - سعر التنفيذ < 0** → **القيمة الذاتية لـ Call > 0** → خيار شراء غير مربح OTM → عدم تنفيذ عقد Call؛
- ✓ **السعر السوقي = سعر التنفيذ** → **السعر السوقي - سعر التنفيذ = 0** → **القيمة الذاتية لـ Call = 0** → خيار شراء متعادل ATM → تنفيذ عقد Call من عدمه سواء.

القيمة الذاتية لـ Put: لمعرفة القيمة الذاتية أو الحقيقية أو الفورية لخيار البيع بتاريخ التنفيذ فإن ذلك يعتمد على القاعدة العامة التالية: **القيمة الذاتية لـ Put = سعر التنفيذ - السعر السوقي**

الحالات:

- ✓ **السعر السوقي > سعر التنفيذ** → **سعر التنفيذ - السعر السوقي < 0** → **القيمة الذاتية لـ Put < 0** → خيار بيع مربح ITM → تنفيذ عقد Put؛
- ✓ **السعر السوقي < سعر التنفيذ** → **السعر التنفيذ - السعر السوقي > 0** → **القيمة الذاتية لـ Put > 0** → خيار بيع غير مربح OTM → عدم تنفيذ عقد Put؛
- ✓ **السعر السوقي = سعر التنفيذ** → **سعر التنفيذ - السعر السوقي = 0** → **القيمة الذاتية لـ Put = 0** → خيار بيع متعادل ATM → تنفيذ عقد Put من عدمه سواء.

رابعا-2-1: القيمة الزمنية "Time value": هي عبارة عن الفرق بين **العلاوة** (سعر الخيار) **والقيمة الذاتية**²، وتكون القيمة الزمنية أعظمية سواء في حالة خيار الشراء أو خيار البيع، عندما يكون سعر التنفيذ

¹ Frédéric Herbin, Catherine Bailleul, Octave Jokung, Pierre N'Gahane et Armand Colin, **Marchés financiers**, Armand Colin, Paris, 1998 ; p : 148.

² Vautraves-A, **Approches et enjeux de l'évaluation financière**, publication Deloitte, Genève, 2011, p :5

مساويا لسعر السوق (وهي تمثل في هذه الحالة كل العلاوة)، وتتناقص القيمة الذاتية عندما يتعد سعر السوق عن سعر التنفيذ بالارتفاع في حالة خيار الشراء وبالانخفاض في حالة خيار البيع¹.

للاشارة فإنه لا يمكن أبدا أن تهبط العلاوة سواء في خيار الشراء أو خيار البيع عن قيمته الذاتية، والسبب في ذلك أنّ المضاربين في السوق والذين يراقبون أسعار الخيارات بحثا عن الفروق السعرية، سوف يشترون تلك الحقوق، ويمارسونها فيكسبون بذلك عوائد عديمة المخاطرة.

مثال عددي: سعر السهم الجاري هو 30 و.ن² وسعر الممارسة هو 27 و.ن والعلاوة 2 و.ن، وفي ظل عقود الخيار الأمريكية والتي يمكن من خلالها ممارسة الحق في الشراء خلال فترة العقد، فإنّ المضاربين سوف يشترون العقود ودفع العلاوة ثم ممارسة الحق في الشراء ب 27 و.ن على الفور يكسبون من وراء ذلك وحدة نقدية واحدة عن كل سهم، ولذلك نقول أن علاوة الخيار لا تقل أبدا عن قيمته الذاتية وهي في مثالنا هذا 3 وحدات نقدية³. وبالتالي فإن القيمة الكلية للخيار هي:

$$\text{القيمة الكلية} = \text{القيمة الذاتية} + \text{القيمة الزمنية}$$

4.1. العوامل المؤثرة في تحديد أسعار عقود الخيارات: القاعدة العامة أن سعر الاختيار (قيمة العلاوة) في

البورصة يتحدد بقوة العرض والطلب أي بتوازن العرض والطلب؛ هذا التوازن يتأثر بعدد من المتغيرات، أهمها:

1.4.1- سعر السهم السوقى *Share price*: لاحظ أن مستوى سعر السهم تأثير مباشر على القيمة الذاتية للخيار، فأي زيادة في أسعار السهم لها تأثير موجب على القيمة الذاتية لخيار الشراء، بينما يكون لها تأثير سلبي على القيمة الذاتية لخيار البيع، وبالتالي فإنّ أي انخفاض في أسعار السهم يؤدي إلى خفض أسعار خيار الشراء وإلى زيادة في قيمة خيارات البيع⁴.

2.4.1- سعر التنفيذ: لسعر التنفيذ تأثير مباشر أيضا على القيمة الذاتية للخيار، هذا يعني أنه في ظل سعر معين للسهم، فإنّ خيار الشراء ذو سعر التنفيذ المنخفض أكثر تكلفة من خيار الشراء ذو سعر التنفيذ المرتفع، أما فيما يتعلق بخيار البيع، فإنّ خيار البيع ذو سعر التنفيذ الأعلى أكثر تكلفة بالنسبة للمستثمر⁵.

3.4.1- المدة المتبقية من حياة الخيار "*Remaining time of the option*": للمدة المتبقية من حياة

الخيار تأثير على القيمة الزمنية للخيار، فبافتراض وجود خيارين متماثلين في مختلف الأوجه فيما عدا المدة المتبقية حتى نهاية الخيار، فإنّ ثمن الخيار الذي مدته المتبقية أكثر بالمقارنة بالآخر أعلى، ويرجع ذلك إلى تفاوت القيمة

¹ Frédéric Herbin, Catherine Bailleul, Octave Jokung, Pierre N'Gahane et Armand Colin, *Marchés financiers*, Armand Colin, Paris, 1998 ; p :149 .

² ون: اختصار لكلمتي وحدة نقدية: وهو التعبير الاقتصادي الصحيح عند ذكر الوحدات النقدية حتى نتفادى تداخل العملات وتبسيطا للمفاهيم.

³ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، سنة 2001؛ ص 82.

⁴ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، سنة 2000، ص 493.

⁵ عبد الغفار حنفي، نفس المرجع، ص 494.

الزمنية التي تصبح صفراً "0" عند تاريخ نفاذ الخيار، وتنخفض بسرعة في الأسابيع القليلة الأخيرة من حياته مقارنة ببداية حياة الخيار¹.

4.4.1- درجة التقلب في أسعار السهم "Volatility of share": يعتبر تقلب سعر السهم محل الاختيار متغيراً أساسياً يحدد سعر الاختيار. فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الاختيار، وتحقيق أرباح على حساب المحرر، هذا يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على الاختيار على مثل هذه الأسهم، لتعويضه عن المخاطر (الخسارة) في وجود فرصة سانحة لتنفيذ الاختيار، ينطبق هذا على اختيار الشراء كما ينطبق على اختيار البيع².

5.4.1- أسعار الفائدة: عندما ترتفع أسعار الفائدة، يتعين أن تكون قيمة المكافأة كبيرة بالقدر الذي يشجع المستثمر على تحرير اختيار؛ مفضلاً إياه على استثمارات أخرى بديلة تنطوي على قدر أقل من المخاطر، أو لا تنطوي على مخاطر على الإطلاق، فلو لم يحصل المستثمر على مكافأة عالية في مقابل الاختيار الذي يحرره، فسوف يكون من الأفضل له أن يبيع السهم الذي يملكه، بدلاً من تحرير اختيار عليه، ويستثمر الحصيلة في استثمار يتعرض لمخاطر أقل كالسندات والودائع المصرفية³.

6.4.1- إجراء توزيعات نقدية: عندما يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات نقدية في تاريخ معين، وإذا ما اشترى المستثمر السهم في اليوم التالي لذلك التاريخ، فلن يكون من حقه المطالبة بتلك التوزيعات، غير أنه سيدفع في شرائه مبلغاً يقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم، هذا الانخفاض في القيمة السوقية للسهم يتوقع أن يصحبه انخفاض في قيمة المكافأة المطلوبة في حالة اختيار الشراء، لأنه بانخفاض القيمة السوقية للسهم ينخفض احتمال تنفيذ الاختيار، مما يعني انخفاض المخاطر (الخسائر) التي يتعرض لها المحرر، والعكس يحدث في حالة اختيار البيع⁴.

5.1. صور خاصة من عقود الخيارات: يدخل في جنس تعريف الاختيار، وإن لم تنطبق جميع قيوده، صورتان من الاختيارات لا يصدرهما الأفراد، وهما تمنحان مجّانا، ولكن يتم فيما بعد بيعهما وشراؤهما بمقابل.

1.5.1- شهادة حق التملك وتدعى أيضا صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة كما تدعى أيضا الضمانات "warrant": هي شهادة تصدرها بعض المنشآت تعطي لحاملها الحق في شراء عدد من أسهمها مستقبلاً، بسعر يعلن مسبقاً، وكما يبدو فإنّ تلك الشهادة تشبه في جوهرها اختيار الشراء، وإن كانت تختلف عنه في عدة نقاط منها أنّ فترة التنفيذ قد تمتد لبضع سنوات بل قد تكون أبدية، في حين أن فترة التنفيذ في الاختيار تتراوح بين ثلاثة وتسعة شهور، يضاف إلى ذلك أنّ هذه الشهادة تصدرها

¹ نفس المرجع، نفس الصفحة.

² منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر العربية، سنة 1999، ص 580.

³ منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 581.

⁴ منير إبراهيم الهندي، نفس المرجع، ص 582.

المنشأة المعنية، أما اختيار الشراء فقد يحره طرف ليس له أي صلة بالمنشأة¹؛ ومنهم من يصنفها على أنها نوع من عقود المستقبلات نظرا لتوفر شروطها أيضا بصفة أكثر من شروط عقد الخيار.

وللاشارة فإنّ هذا النوع من الشهادات قد ظهر في سويسرا عام 1985، ثم في فرنسا عام 1993².

2.5.1- حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم "Pre-emptive right": إنّ هذا الحق

حق موثق يعطي من الشركات المساهمة للمساهمين، نسبة مساهمتهم السابقة، يحوّل لهم الحق في شراء عدد معين من الإصدار الجديد لأسهم الشركة بسعر معين خلال مدة محدّدة، والغرض منه حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق، وقد يستعاض عنه أحيانا بإصدار أسهم مجانية للمساهمين القدامى³.

2. أوجه المقارنة بين عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة: تتفق العقود المستقبلية مع عقد

الخيار في أنّ كلا منها يعتبر نوعا من المشتقات المالية التي يتوفّر للمستثمر فيها درجة عالية من الرفع المالي⁴؛ ويمكن إجمال أهم الاختلافات بين العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار في الجدول التالي:

¹ منير إبراهيم هندي أ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، سنة 1999، ص: 17-18

² Pascal Chevolot, Warrants, ouverture et spéculation, problèmes économiques, n°2703, mars 2001, p. 18.

³ عبد الوهاب إبراهيم أبو سلمان، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، سنة 1992، ص 271.

⁴ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2002، ص 193.

الجدول رقم 15: أوجه المقارنة بين: عقود الخيار-العقود المستقبلية و العقود الآجلة

أوجه المقارنة	عقود الخيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
ماهيتها	هي عقود اختيارية بالنسبة للمشتري، بحيث يكون له حق الخيار في تنفيذ العقد من عدمه، بينما يكون العقد ملزما لمصدره، وهي عقود نمطية ولا تتم فيها التسوية السعريّة على أساس يومي	هي عقود شخصية تكون فيها العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروطها وظروفها الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها.	هي عقود نمطية حيث أن جميع الشروط عدا السعر و الكمية هي شروط ليست محلا للتفاوض مما يجعلها عقودا غير شخصية، و العلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما.
درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي	ليس لها سوق ثانوي الأمر الذي يعني انه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه (دون خسائر) وبالتالي فهي تنطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل.	لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء.
مدى التعرض للخسارة	تقتصر خسائر مشتري عقد الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة فقط، فلا يحق له استردادها حتى في حالة تنفيذ المشتري للعقد.	تتحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقا لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر.	خسائر مشتري العقد قد تمتد لشمّل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة.
استخداماتها	على الرغم من أنها تستخدم كوسيلة للتحوّط ضد مخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد، إلا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضا من جهة نظر كل من المشتري و المخزّر للعقد	لا يجد المضاربون مكانا في سوق العقود الآجلة فهم لا غرض لهم في الأصل محل التعامل، فما يهم المضارب هو اغتنام فرص فوارق سعريّة فورية بهدف تحقيق ربح.	يجد المضاربون في العقود المستقبلية الفرصة للربح.

المصدر: حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مطبوعة لفائدة طلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص: مالية البنوك و التأمينات، جامعة تيارت، 2017-2018، ص ص: 59-60 .

3. عقود المبادلات (المقايضات) *SWAPS*:

نشأت عقود المبادلة متأخرة عن أنواع العقود الأخرى الآجلة و المستقبلية و عقود الاختيارات - الخيارات - حيث أن أول نوع مبادلات كان سنة 1979 ؛ كانت نشأتها عن طريق البنوك في بريطانيا؛ أما عقود مبادلات أسعار الفائدة فقد بدأ العمل بها سنة 1981 من خلال اتفاق بين شركة "IBM" مع "WORLD BANK" ثم جرى في 1987 توحيد شروطها القانونية؛ نظرا لتنامي الطلب عليها.

1.3. تعريف عقد المبادلات:

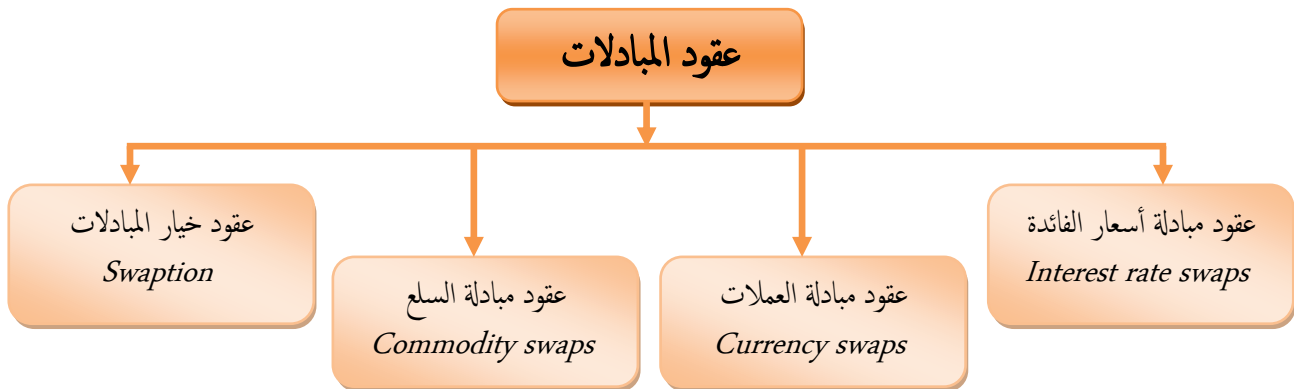
تعرف المبادلات بأنها التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد¹، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وهناك من عرفها على أنها: "اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية، خلال فترة مستقبلية"²، وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها:

- ✓ الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة؛
- ✓ تخفيض تكلفة التمويل؛
- ✓ الدخول إلى أسواق جديدة؛
- ✓ استحداث أدوات مركبة.

2.3. أنواع عقود المبادلات:

هناك أربعة أنواع شائعة لعقود المبادلات، يمكننا أن نوضحها من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم 12: أنواع عقود المبادلات واسعة الاستعمال



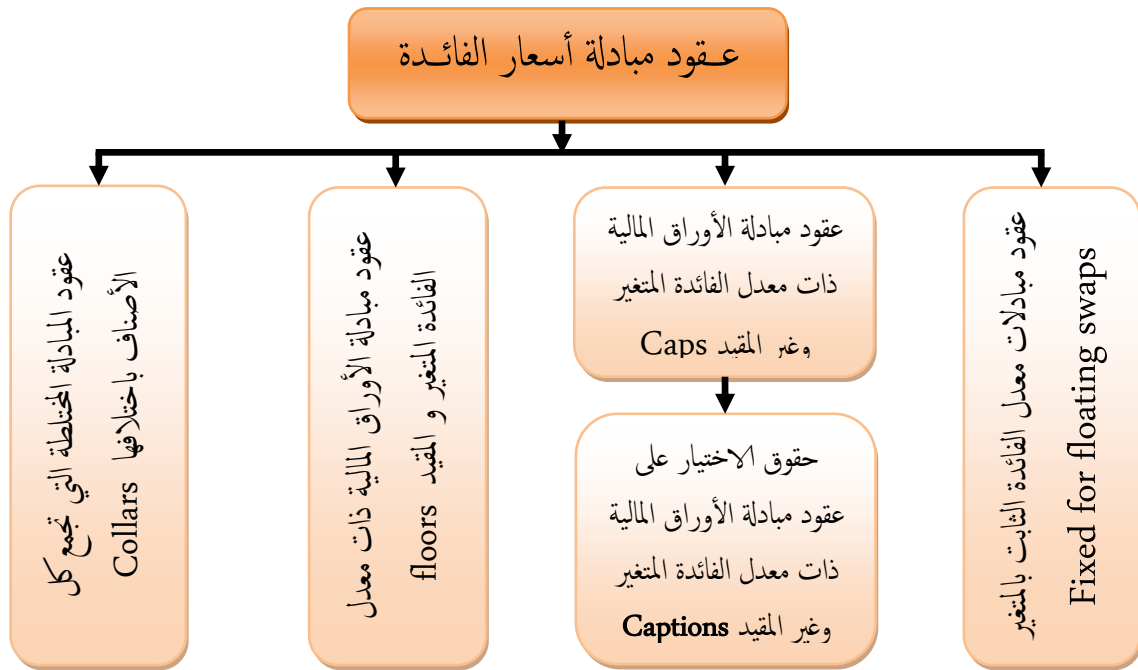
المصدر: حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مطبوعة لفائدة طلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص: مالية البنوك و التأمينات، جامعة تيارت، 2017-2018، ص: 61 .

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية؛ بدون دار نشر، بدون سنة نشر، ص 86.

² موسى سعيد مطر؛ شقيري نوري موسى و ياسر المومني، الأسواق المالية العالمية و أدواتها المشتقة، طبعة 2002، ص 128.

أ. عقود مبادلة أسعار الفائدة " *IRS: Interest Rate Swap* ": إن مبادلة أسعار الفائدة تتضمن عملية تبادل في مدفوعات الفائدة، وهي عادة ما تحدث عندما يحتاج شخص أو مؤسسة إلى التحويل بفائدة ثابتة مقابل الحصول على فائدة معومة¹، فيحاول إيجاد طرف آخر يحتاج للفائدة المعومة ويكون قادرا على الحصول على فائدة ثابتة، والاثنان يدعون طرفي التعاقد فهي عامة مبادلة سلسلة تدفقات نقدية بمعدل فائدة ثابت بسلسلة أخرى بمعدل فائدة متغير أو معوم (النوع السائد)²، وهي مبادلة شكلية على أصل الدين، تعني مبادلة المعدلات وليس أصل الدين، الذي تكمن أهمية تحديد مبلغه في تسوية الصفقة في تواريخ الاستحقاق الوسيطة، حيث يعد هو بحد ذاته - أي مبلغ الدين - قيمة الصفقة أي قيمة العقد المرجعية التي على أساسها تحسب فروقات معدل الفائدة المدفوعة والمقبوضة³، ولعقود مبادلات أسعار الفائدة أنواع عديدة، يمكن تقسيمها في الشكل الموالي:

الشكل رقم 13: أنواع عقود المبادلات واسعة الاستعمال



المصدر: حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مطبوعة لفائدة طلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص: مالية البنوك و التأمينات، جامعة تيارت، 2017-2018، ص: 61.

¹ John Hull, Patrick Roger, Christophe Hénot et Laurent Deville, *Options, futures, et autres actifs dérivés*, 10^{ème} édition, Pearson France, 2017, p :170.

² لمياء عماني، الهندسة المالية، مطبوعة بيداغوجية لفائدة طلبة شعبة العلوم المالية و المحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2019-2020، ص 49.

³ لمياء عماني، نفس المرجع، نفس الصفحة.

أ.1. عقود مبادلة معدل الفائدة الثابت بالمتغير: *Fixed for Floating SWAPS*

عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة، على مبلغ محدد، بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ.

أ.1.1. أطراف عقد مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:

◀ **دافع الفائدة الثابتة (المشتري) *Fixed Payer***: يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع فائدة ثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة؛

◀ **دافع الفائدة المتغيرة (المحرر) *Floating Payer***: يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على فائدة ثابتة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة؛

◀ **معدل الفائدة الثابتة *Fixed Interest Rate***: هو سعر الفائدة الثابت في العقد، والذي يتفق عليه الطرفان، ويحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) أو البائع؛

◀ **معدل الفائدة المتغيرة *Floating Interest Rate***: قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، ويعتبر سعر الفائدة المحسوب على أساس ¹ **LIBOR** أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة؛

◀ **موعد التسوية *Settlement date***: تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي،... الخ)، وتجدر الإشارة إلى أن التسوية في عقود المبادلة لا تتم يوميا، لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية ***Paper Profits or Losses***؛

◀ **قيمة عقد المبادلة *Notional Principale***: هو المبلغ المعتمد اسميا لصفقة التبادل، ويطلق عليه المبلغ الوهمي أو الاعتباري أو الاسمي، والذي يتم الاتفاق عليه مسبقا، ويستخدم فقط كمقياس لتحديد مقدار الدفعات (التدفقات النقدية) التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة، ولا يتم تبادله إطلاقا في مبادلة سعر الفائدة، بينما في مبادلات العملات يمكن أن يتم تبادله أحيانا ومنه، فالقاعدة العامة تكون على النحو التالي:

$$Payments = NP. (LIBOR - FR). t/360$$

¹ LIBOR : Landon Inter-Bank Offering Rate

حيث أنه:

Payments : المدفوعات*NP* : قيمة عقد المبادلة*LIBOR* : معدل الفائدة المتغير بين البنوك*FR* : معدل الفائدة الثابت*t* : عدد الأيام وهو الفترة الزمنية المحسوبة بالأيامبحيث أن الحالات الممكنة هي:

- 1- إذا كان $FR < LIBOR$ ←: البائع يدفع الفرق إلى المشتري.
- 2- إذا كان $FR > LIBOR$ ←: المشتري يدفع الفرق إلى البائع.
- 3- إذا كان $FR = LIBOR$ ←: هنا لا يحصل أي تدفق نقدي بين الطرفين.

مثال تطبيقي:

تمكنت شركة **A** من توقيع اتفاق مع أحد البنوك للحصول على قرض قصير الأجل قيمته **10 مليون**، يتم تحديده دوريا ويخضع لمعدل فائدة متغيرة، وتقوم شركة **A** باستثماره بعائد ثابت يبلغ **09%**، ونظرا للمخاطر التي قد تتعرض لها شركة **A** إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة على القروض، فقد أبرمت عقد مبادلة فائدة ثابت بمتغير، مع إحدى المؤسسات المالية، حيث يقضي الاتفاق على أن سعر الفائدة الثابت **09.5%**، وسوف تتم التسوية بشكل شهري على أساس **360** يوم في السنة.

المطلوب: وضح قيمة المدفوعات والطرف الذي سوف يقوم بالدفع إذا ما تأرجحت أسعار الفائدة بين:

08% و 11% وأخذت القيم الآتية: **08% ، 08,75% ، 09% ، 09,25% ، 09,50%**
09,75% ، 10% ، 10,25% ، 11%.

الحل النموذجي:

مدفوعات المؤسسة المالية	مدفوعات الشركة A	المدفوعات	موعد التسوية	FR	LIBOR
12500	-	12500	30 يوم	09,50%	11%
6250	-	6250	30 يوم	09,50%	10,25%
4167	-	4167	30 يوم	09,50%	10%
2083	-	2083	30 يوم	09,50%	09,75%
0	0	0	30 يوم	09,50%	09,50%
-	2083	2083	30 يوم	09,50%	09,25%
-	4167	4167	30 يوم	09,50%	09%
-	6250	6250	30 يوم	09,50%	08,75%
-	12500	12500	30 يوم	09,50%	08%

أ.2. **عقد Caps:** هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد (أي سعر الفائدة) بحدود دنيا أو عليا.

أ.3. **عقد Floors:** هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير، ولكنها في نفس الوقت (أي سعر الفائدة) محددة بسقف أو حد معين.

أ.4. **عقد Caption:** هي حقوق اختيار بيع Put أو شراء Call تتم على عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد.

أ.5. **عقد Collars:** وتنطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل، أي شراء عقد مبادلة أو ارق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد Caps، وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل، أي بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد

ب. **عقود مبادلات العملة:** يتم في هذه المبادلات تبادل كل من معدل الفائدة وقيمة العقد وليس فقط مبادلة سعر الفائدة فقط مثلما يحدث في عقد مبادلة أسعار الفائدة، كما أن مبادلات العملة عبارة عن اتفاق قانوني يتألف من عنصرين على الأقل من العناصر التالية¹:

¹ برايان كويل ، مبادلة العملات، ترجمة دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الجيزة - جمهورية مصر العربية-، سنة 2005، ص 11.

- التعاقد لشراء أو بيع مقدار محدد من إحدى العملات مقابل عملة أخرى بسعر متفق عليه، والذي عادة ما يكون سعر الصرف الحاضر (كما يمكن أن يكون سعر آجل أو سعر آخر متفق عليه) وفي تاريخ محدد هو تاريخ الاستحقاق القريب الذي يعد موعد بداية المبادلة.
- ترتيب متزامن لإعادة تبادل مقدار العملة نفسه في تاريخ متفق عليه في الأجل المتوسط أو الطويل، وهو تاريخ الاستحقاق البعيد الذي يعد تاريخ استحقاق المبادلة.
- تسوية أو سداد الفوائد بين الطرفين طوال فترة عملية المبادلة بشكل دوري منتظم أو مرة واحدة، حيث يوجد خيارين لهذه التسوية: إما من خلال تبادل الطرفين لمدفوعات الفائدة بكل عملة (وهي الحالة الشائعة)؛ وإما من خلال سداد أحد الطرفين للآخر فارق المدفوعات بإحدى العملتين، والغرض من مبادلة مدفوعات الفائدة هو ضمان تغطية تكاليف التمويل¹.
- إذاً مبادلة العملة هي معاملة صرف أجنبي مزدوجة ومتزامنة، إحداها في السوق الحاضر والأخرى في السوق الآجل مع نفس الطرف المقابل، يتبادل الطرفان التدفقات المالية من نفس الطبيعة والمقومة بعملتين مختلفتين. يتم التفاوض على هاتين العمليتين في وقت واحد باستخدام نفس سعر الصرف الفوري كمرجع -غالبا-²؛ كما وتعد مبادلات العملة من المعاملات المالية متوسطة وطويلة الأجل.

ب.1- مزايا مبادلات العملات: لمبادلة العملات مزايا عديدة نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر³:

- الحصول على التمويل المطلوب بالعملة المناسبة بشكل أفضل من حيث التكلفة والضمانات مقارنة بعمليات الاقتراض التقليدية بعملة أجنبية.
- هي تعهد أو التزام بإعادة شراء أو بيع العملات في تاريخ مستقبلي، وبالتالي تحرر الشركات من تعديل نسب مالية معينة مثل نسبة الأموال الدائمة إلى الأصول التي قد تضعف تصنيفها الائتماني.
- توفر المقايضة و المبادلة سيولة كبيرة وعالية تسمح بإدارة مخاطر سعر الصرف.
- تمكن الطرفان من إجراء مقايضة للعملات الأجنبية من خلال التفاوض بشأن جميع الخصائص مثل الاستحقاق والمبلغ والسعر، لذلك فهي أداة مرنة.

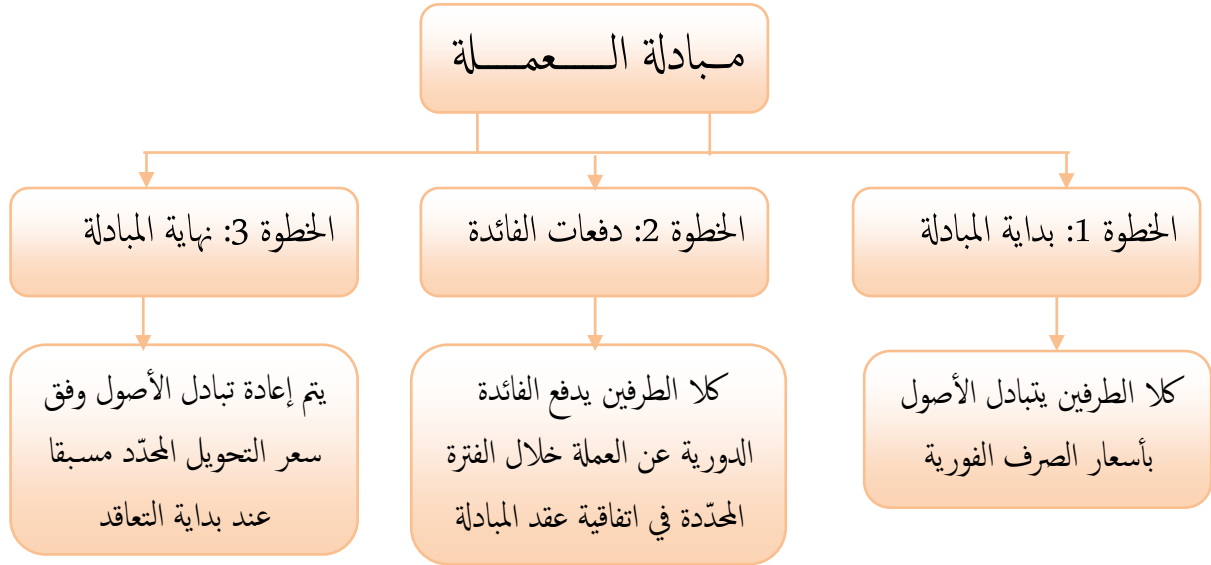
¹ برايان كويل ، نفس المرجع السابق، ص 11.

² لمياء عماني، الهندسة المالية، نفس المرجع السابق، ص 50.

³ مدونة الطالب الجامعي، بحث عقود المبادلة، عبر الرابط: https://traloum.blogspot.com/2019/08/blog-post_26.html تاريخ الاطلاع: 2025-06-11 في الساعة: 23:35.

- تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين.
 - لا تتطلب دفع العلاوات و المكافآت أو الهوامش في أغلب أنواعها.
 - تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة.
- ويمكن تمييز ثلاث خطوات تشملها عملية مبادلة العملة، وهي مبينة في الشكل التالي:

الشكل رقم 14: مراحل عقود مبادلة العملة



المصدر: حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مطبوعة لفائدة طلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص: مالية البنوك و التأمينات، جامعة تيارت، 2017-2018، ص: 64 .

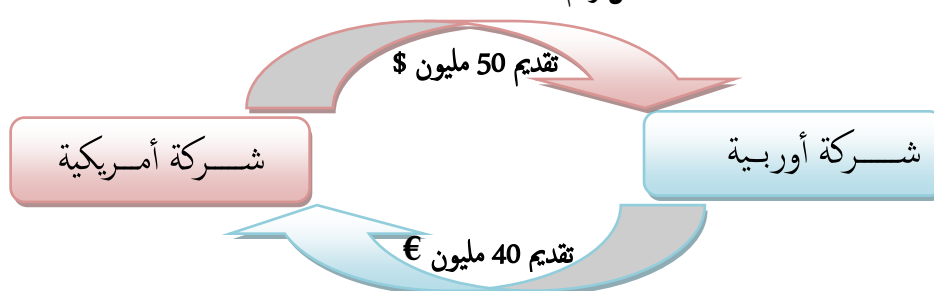
مثال: اتفقت شركة أمريكية مع أخرى أوروبية على الدخول في اتفاقية مبادلة عملة لمدة 05 سنوات، حيث كان $1\text{€}=1,25\text{\$}$ ، $i\text{€}=03,25\%$ ، $i\text{\$}=08,25\%$ علما أنّ الشركة الأمريكية تملك مبلغ 50 مليون \$، والفائدة تدفع سنويا.

المطلوب: بيّن كيف تتم عملية مبادلة العملة بين الشركتين؟

الخطوة الأولى: (بداية المبادلة)

سيتم تبادل أصل المبلغ، لذلك تدفع الشركة الأمريكية 50 مليون \$ إلى الشركة الأوروبية، وكذلك تدفع بالمقابل الشركة الأوروبية 40 مليون € إلى الشركة الأمريكية، حسب الشكل التالي:

الشكل رقم 15: بداية عملية مبادلة العملة



المصدر: من إعداد الباحث حسب مخطط مبادلة العملة

الخطوة الثانية: (مدفوعات الفائدة)

وتتمثل مدفوعات الفائدة الدورية (السنوية) في نهاية كل سنة، تدفع الشركة الأمريكية فوائد على 40 مليون € إلى الشركة الأوروبية، بينما تدفع سنويا الشركة الأوروبية فوائد على 50 مليون \$ إلى الشركة الأمريكية، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم 16: دفعات الفائدة المدفوعة

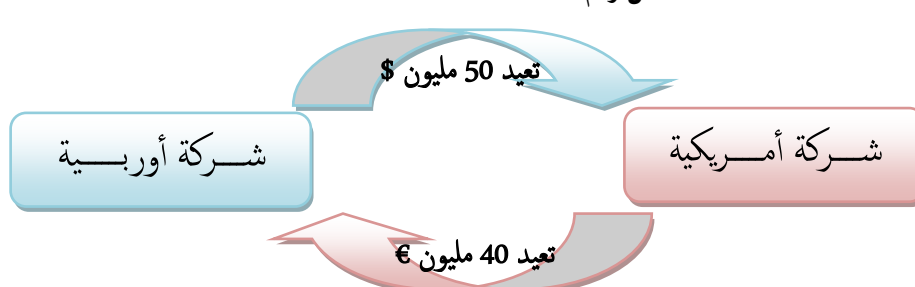


المصدر: من إعداد الباحث حسب مخطط مبادلة العملة

الخطوة الثالثة: (نهاية المبادلة بعد 05 سنوات)

في نهاية الخمس سنوات يتم إعادة تبادل أصل المبلغ بين الطرفين علما بأن هذا المبلغ لا يتأثر بسعر الصرف في ذلك التاريخ، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 17: نهاية عملية مبادلة العملة

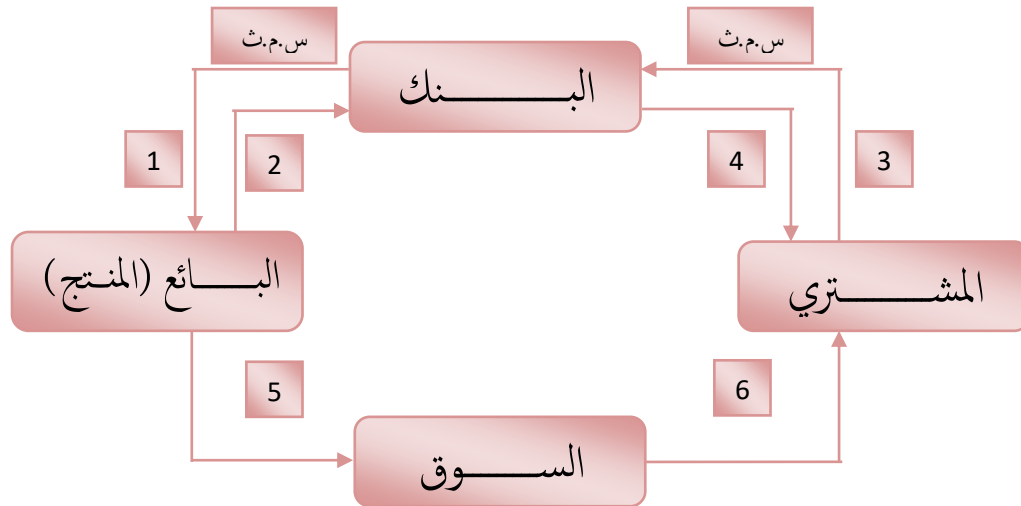


المصدر: من إعداد الباحث حسب مخطط مبادلة العملة

ت. عقود مبادلة السلع (البضائع) "**Commodity Swap**": أغلب المبادلات المستعملة في السلع، هي المستعملة في سلعة النفط والمنتجات المرتبط به، إلا أنّها استعملت أخيرا في سلع أخرى كالذهب والنحاس و السلع و المنتجات الزراعية¹، وهي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغير²؛ و يتحدد السعر الثابت عند التعاقد بهدف التغطية من تقلبات الأسعار مستقبلا، ويتم اللجوء إليها بهدف إدارة المخاطر وعزل سعر السلعة الأساسية عن التقلبات في السوق³.

مثال: شركة لتكرير النفط ترغب في دفع سعر محدد (ثابت) للنفط خلال مدة معينة من الزمن، وعلى هذا تقوم شركة تكرير النفط باتخاذ موقف مبادلة طويل الأجل وذلك للحصول على الفرق بين السعر الحاضر للبترول وسعر محدد سلفا، فإذا كان السعر الحاضر أقل من السعر المحدد سلفا فإن شركة تكرير النفط تقوم بدفع الفرق. والشكل التالي يبين الكيفية التي تعمل من خلالها عقود مبادلة السلع:

الشكل رقم 18: طريقة إبرام وتنفيذ عقود مبادلة السلع



المصدر: محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2002، ص: 356.

بحيث أن: س.م.ث: سعر محدد و ثابت

- 1- يرغب البائع أو المنتج في سعر محدد (ثابت) للمنتجات لذلك يقوم بالتعاقد مع أحد الأطراف التي ترتب له عقد المبادلة (عادة بنك)، وفي هذه الحالة يقوم البنك بدفع السعر المحدد للبائع خلال المدة المتفق عليها؛
- 2- بعد المدة المتفق عليها يقوم البائع بدفع متوسط أسعار السوق للمنتجات للبنك؛

¹ شقيري نوري موسى؛ إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، سنة 2015، ص: 213-214.

² Hull, J.C; Options; Futures and other Derivates; Eighth Edition; PEARSON; 2012; p: 173.

³ Härle, P. The future of bank risk management; McKinsey Working Papers on Risk.2015;p:100

3- على الجانب الآخر يرغب المشتري في دفع سعر محدد (ثابت) للمنتجات، وبالتالي يقوم ّملت بالترتيب مع البنك لعقد مبادلة على أن يقوم المشتري بدفع السعر وفق عليه والمستند سابقا للبنك، وذلك بعد المدة المتفق عليها؛

4- يقوم بدفع متوسط أسعار البضاعة للمشتري، وذلك بعد المدة المتفق عليها؛

5- يقوم البائع ببيع البضاعة إلى السوق بالسعر الجاري؛

6- يقوم المشتري بشراء البضاعة في السوق بالسعر الجاري. وفي هذه الحالة يكون كل من الطرفين المشتري والبائع قد حددا السعر الذي يرغب فيه كل منهما، أما الخسائر أو الأرباح الناجمة عن اختلاف هذه الأسعار عن الأسعار الجارية في السوق يتحمل عبئها القائم بترتيب عقد المبادلة، وتتمثل أرباح البنك في الهامش بين السعر الذي يحدده البائع والسعر الذي يحدده المشتري¹.

ث. عقود خيارات مبادلات: هذه العقود لها خصائص محددة في العقد، فمشتري خيار المبادلة له الحق في إبرام عقد مبادلة سعر الفائدة (أو تغيير معدل ثابت بمعدل متغير أو معدل متغير بمعدل ثابت أو معدل متغير بمعدل متغير) في لحظة معينة في المستقبل مقابل دفع علاوة لتحرير هذا العقد (البائع).

وتجمع هذه العقود بين خصائص عقود خيارات، وخصائص عقود المبادلة، ويستمد الخاصية الرئيسية من عقد الخيارات في كون المشتري له الحق وليس عليه التزام في إلغاء العقد أو الاستمرار فيه وممارسته، وفي المقابل يجري تبادل حقوق تدفق مدفوعات ثابتة مع حقوق تدفق مدفوعات معومة كما هو الحال في عقود المبادلات.

ج. عقود مبادلات الأسهم: تكون آلية التعامل بمبادلات الأسهم شبيهة بمبادلات المعدلات، حيث يحل معدل العائد على السهم أو مؤشر السوق محل معدل الفائدة كأصل ضمني؛ و تستخدم هذه المبادلات من طرف مستيري المحافظ المالية لتحويل العوائد الثابتة أو المتغيرة من استثمار ما إلى عوائد من الاستثمار في مؤشر الأسهم والعكس صحيح².

د. مبادلات مخاطر القرض (CDS)³: يمكن اعتبارها مقايضة لمخاطر التخلف عن السداد التي تسمح بشراء الحماية (التأمين) ضد مخاطر الائتمان لمصدر السندات، مقابل مدفوعات دورية منتظمة وأقساط⁴.

¹ محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ، سنة 2002، ص: 357.

² Hull, J.C; Options; Futures and other Derivates; Eighth Edition; PEARSON; 2012; p: 174

³ **CDS** : Crédit Default Swap

⁴ Banque de France, Instruments Financières, Marches Financières et Infrastructures des Marches Financières , Chapitre n° : 05, 2018 , p : 83.

3.3. حالات خاصة من العقود "عقود الجيل الثاني": إضافة الى كل ما تم التطرق إليه سابقا من عقود المشتقات المالية: العقود الآجلة؛ العقود المستقبلية؛ عقود الخيارات - الاختيارات - و عقود المبادلات؛ باختلاف أنواعهم وفروعهم؛ هناك ما يسمى بعقود الجيل الثاني:

1.3.3. عقود المشتقات الهجينة وعقود المشتقات الغريبة Les produits dérivés hybrides et exotiques

exotiques: نبتعد اليوم عن المستوى الأول لعقود المشتقات أو ما يسمى بالجيل الأول لعقود المشتقات - وكل الأنواع التي ذكرناها حتى الآن تعتبر من الجيل الأول - حيث يقدم السوق يوميا أشكالا جديدة لعقود المشتقات تشكل الجيل الثاني لها ومنها: عقود المشتقات الهجينة وعقود المشتقات الغريبة¹

أ- عقود المشتقات الهجينة (المختلطة): عقود المشتقات الهجينة أو المختلطة هي عبارة عن مزيج لعدد من عقود المشتقات على نفس الأصل، وسنأخذ مثالين لتوضيح ذلك:

مثال تطبيقي 1: إذا امتلك مسير محفظة أسهم X (هذه الأسهم تخص مؤسسة معينة وقيمها متغيرة و متقلبة)، سيقوم لأجل التغطية بشراء خيار شراء و خيار بيع على نفس الأصل وبنفس سعر التنفيذ، بهذه العملية إذا ارتفع سعر السهم بـ : 10% سيحصل على ربح 10% من وراء خيار الشراء، ويخسر مكافأة خيار البيع؛ وعلى العكس إذا انخفض سعر السهم X بـ : 10% سيبربح 10% من وراء خيار البيع، ويخسر مكافأة خيار الشراء؛ إذن من وراء هذا المزيج استطاع هذا المسير أن يحول خطرا كبيرا إلى ربح كبير.

مثال تطبيقي 2: إذا كان مسير محفظة متأكد من أن الـ CAC40 سيرتفع، فإنه يستطيع أن يقرر شراء خيار شراء وبيع خيار بيع على الـ CAC40 بنفس سعر التنفيذ (مراهنة على قيمة الأصل محل العقد في تاريخ استحقاق الخيارات). وبفضل هذا المزيج فإن هذا المسير يعلم أنه عندما سيرتفع مؤشر الـ CAC40 بـ : 10 سيبربح 10 بفعل خيار الشراء الذي بحوزته ويربح مكافأة خيار البيع الذي باعه (مشتري خيار البيع لا يبيع أبدا بسعر أقل من سعر السوق وهو بالتالي لا ينفذ خيار البيع في هذه الحالة).

ب- عقود المشتقات الغريبة "exotiques": تعتبر عقود المشتقات الغريبة ثمار التجديدات المالية الموجهة لرفع عدد العملاء المحتملين ولالإشارة فإنه يعتمد إدخال منتج جديد للسوق على خيال المهندسين الماليين ومدى قدرتهم على إثبات الأهمية الاقتصادية والمالية لهذا المنتج؛ ومن بين أهم هذه المنتجات:

¹ Henri Bourguinat, la tyrannie des marchés, Economica, Paris, 1995, p : 26 .

- Les range notes : سمح هذه المنتجات لمشتريها بالمراهنة على احتمال عدم خروج تقلبات الأسعار عن حدود معينة، مثلاً متدخل يراهن بأن سعر X لا يتجاوز حتى تاريخ الاستحقاق حدود 5% بالارتفاع أو الانخفاض انطلاقاً من سعر مرجعي Y هذه المشتقات تدعى أيضاً "*Produit corridas*"
- Les lookback option : هذه المنتجات تسمح بعدة أسعار تنفيذ، وفي تاريخ الاستحقاق، حائزها يستطيع اختيار سعر التنفيذ الأفضل له وعلى هذا فإن الـ *Lookback* يكون على أصل خطر جداً ومتقلب
- الخيارات على المتوسط "les options sur moyenne" : يكون سعر التنفيذ في هذا النوع مساوياً لمتوسط قيمة الأصل محل العقد خلال فترة معطاة¹؛ ونسميها باللغة الانجليزية "*Floating strik options*".
- الخيارات بحاجز "Les options a barriere" : في هذا النوع من الخيارات، الخيار يمكن أن ينفذ أو لا ينفذ على حسب ما إذا كان الأصل محل العقد اخترق أو لم يخترق حاجزاً نشطاً أو غير نشط، بمعنى مستوى معين للأصل محل التعاقد محدد مسبقاً.
- إذا كان الحاجز النشط للخيار الذي أملكه والمرتبط بالداوجونز هو 10000 نقطة، فإنه إذا وصل مؤشر البورصة الأمريكي لهذه القيمة يمكن تنفيذ الخيار من طرف حامله (حاجز نشط)، في حين أنه إذا انتقل إلى 9999 سوف ينتهي الخيار (حاجز غير نشط) .
- مشتقات القروض "Crédits dérivatives" : يمكن أن يعتبر كمشتق قرض كل أداة مشتقة تسمح بالحماية من خطر القرض للأصل محل التعاقد، هذا الأصل قد يكون سنداً أو قرضاً بنكياً أو مبادلات.
- وبما أنه توجد الكثير من أدوات التحوط ضد هذا الخطر، فمصطلح "مشتقات القروض"، هو مصطلح عام يشمل كل هذه الأدوات؛ وخطر القرض المقصود هنا هو مزيج خطر عجز أحد الطرفين وتكلفة هذا العجز المحتمل².
- ولقد أرجع الاقتصاديون الماليون سبب ظهور هذا النوع من المشتقات في التسعينيات إلى الأسباب التالية:
- إرادة الوسطاء الماليين في حماية أكثر فعالية ضد خطر القرض.
 - ملاحظة فارق متزايد أكثر فأكثر بين طرق تسير مخاطر السوق (معدل الفائدة ومعدل الصرف) التي تطورت بشكل متزايد، وبين طرق تسير مخاطر القروض.

¹ Henri Bourguinat, la tyrannie des marchés, Economica, Paris, 1995, p :27

² ULTRIC ADOM et Guillaume Bouvard et Sophie Nguyen et Razvan Petica, La gestion du risque de signature les produits dérivés de crédit, université Panthéon Sorbonne, 2001, disponible sur site : www.vecteur.com

- قواعد الاحتراس للبنوك، المحددة من طرف لجنة بازل لعام 1988 التي فرضت على الوسطاء الماليين التحكم في الثنائية مخاطرة/عائد، خاصة فيما يتعلق باستهلاك رأس المال (نسبة Cook) وإدارة أصول/خصوم أكثر ديناميكية.

- النمو الكبير لنشاط المنتجات المشتقة في السوق غير الرسمية، وتورط البنوك في هذه الأسواق التي تقود بسرعة إلى تجاوز الحدود المرخص بها.

- نشأتها: الصفقات الأولى لمشتقات القروض كانت في بداية عام 1991، حيث قام *Banker trust* بالتعاقد مع *Mellon bank* بعقد تبادل على العائد الكلي، يسمح هذا العقد لهذا الأخير بمنح قرض أكبر عميل لديه، وتحويل مخاطر القرض كلها لـ: *Banker trust* ؛ وابتداء من سنة 1992، قدمت كل البنوك الكبرى الأمريكية منتجات خارج الميزانية (مبادلات وخيارات) على مخاطر القروض.

للإشارة فإن سوق مشتقات القروض تضاعف أربع مرات في غضون عام 1996 ليصل إلى مبلغ 40 مليار دولار في بداية ديسمبر لنفس السنة.

وُقِّمت سوق المشتقات من طرف الـ: *BBA* (*British Bankers Association*) من خلال تحقيق قامت به في مارس 1998 بـ: 170 مليار دولار في نهاية عام 1997، وبلغ بعد تحقيق آخر ما قيمته 740 مليار دولار العام 2000.

- مميزات مشتقات القروض: عبارة "مشتقات القروض" هي عبارة شاملة، الأدوات المقصودة بهذه العبارة تستجيب لعدة مميزات أهمها

- يتم تبادلها في السوق غير الرسمية (يتم تبادلها بالتفاوض).

- الأصل محل التعاقد وحيد وهو القرض (للسندات ومبادلة الموجودات).

- إيجابيات مشتقات القروض: تستجيب مشتقات القروض لاحتياج أساسي للمتدخلين في أسواق رأس المال وذلك من خلال قدرتها على تغطية خطر القرض فبدل بيع الأصل، يباع فقط الخطر المرتبط بهذا الأصل "بالنسبة للبنوك مشتقات القروض تسمح بالتخلص من خطر التمويل"¹.

- أنواع مشتقات القروض: هناك نوعان أساسيان هما:

¹ ULTRIC ADOM et Guillaume Bouvard et Sophie Nguyen et Razvan Petica, *La gestion du risque de signature les produits dérivés de crédit*, université Panthéon Sorbonne, 2001, disponible sur site : www.vecteur.com

أ- مشتقات القروض على خطر عدم القدرة على السداد "*Crédit default derivatives*": هذا الصنف الأول له خصوصية الحماية ضد أي حادث يتعلق بالقرض، ومن أهم مشتقات القروض على خطر عدم القدرة على السداد نجد الخيارات والمبادلات على خطر عدم القدرة على السداد والتي تعرف على أنها: "عقد مالي بين طرفين، يقود أحدهما (مشتري الحماية من خطر عدم القدرة على السداد) إلى دفع عمولة دورية تحسب على أساس قيمة الصفقة، والطرف الآخر (بائع الحماية ضد خطر عدم القدرة على السداد) يكون مستعدا لدفع محتمل في حالة عدم القدرة على السداد (أو في حالة أي حادث آخر مرتبط بالقرض تم تحديده مسبقا) لطرف أو عدة أطراف أخرى"¹.

ويضم هذا النوع أيضا أنواعا مختلفة الأكثر استعمالا منها ما يلي:

المبادلات على خطر عدم القدرة على السداد على سلة القروض "*Basket crédit default swap*":
تم هذا النوع من المبادلات كما يدل عليها اسمها على سلة قروض مرجعية هذه الأخيرة تتضمن عموما بين ثلاثة إلى خمسة إماءات.

المبادلات على خطر عدم القدرة على السداد القابل للإلغاء بعد فترة معينة "*Les swaps de default annulable à step-up*": هذا النوع يمنح لمشتري الحماية إمكانية إلغاء العقد بعد فترة قصيرة من الزمن (عموما شهر واحد)؛ وبالمقابل إذا احتفظ بالحماية، المكافأة التي يدفعها ستكون مرتفعة أكثر، كما يسمح هذا النوع أيضا لبائع الحماية بعدم التعرض لقروض يراها خطرة جدا لفترة زمنية طويلة؛ وكمثال على ذلك، في بداية عام 1998 البنوك اليابانية، ولتفادي احتياطات باهضة لنسبة ملاءمتها، قامت بعقد مبادلات على عدم القدرة على السداد على التزاماتها، وكانت مجبرة على تنفيذ خيار إلغاء هذه المبادلات بعد شهر لأن المكافأة كانت مرتفعة جدا مقارنة بسعر خطر عدم القدرة على السداد المتداول في السوق².

ب- المشتقات على هامش القروض "*Crédit spread derivative*": وهي أكثر تعقيدا مقارنة بالمنتجات على خطر عدم القدرة على السداد، حيث أن المشتقات على هامش القروض تتميز بتنوع كبير، و الأكثر شهرة فيها هي الخيارات على هامش القرض؛ حيث أن استعمال الخيار على هامش القرض مماثل لاستعماله على الأسهم، على أسعار الفائدة أو على معدلات الصرف³.

¹ سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير علوم اقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، 2005-2006، ص: 93.

² سميرة محسن، نفس المرجع، ص: 94.

³ ULTRIC ADOM et Guillaume Bouvard et Sophie Nguyen et Razvan Petica, La gestion du risque de signature les produits dérivés de crédit, université Panthéon Sorbonne, 2001, disponible sur site : www.vecteur.com

4.3. أهمية عقود المبادلات في الأسواق المالية: تكتسي عقود المبادلات أهمية كبيرة في الأسواق المالية تتحدد في النقاط التالية¹:

إدارة المخاطر: تمثل المبادلات واحدة من المشتقات المالية الملائمة لعملية التغطية وإدارة المخاطر، وذلك من خلال التغطية ضد تقلبات معدل الفائدة أو أسعار الصرف أو غيرها من المتغيرات، وتحويل الخطر إلى الطرف المقابل. تجدر الإشارة إلى أن عقود المبادلات بدورها عقود إلزامية، وغالبا ما يتم اعتبارها بمثابة سلسلة من العقود الآجلة بسبب تنفيذها على مراحل وسيطة من مدة الاستحقاق.

تبادل المزايا بين الشركات: يمكن تبادل المزايا من خلال تبادل الديون بمواصفاتها وشروطها المتعلقة بالعملة أو معدل الفائدة (تبادل مزايا التمويل حسب معدل الفائدة أو العملة)، خاصة بين المؤسسات التي يكون لديها تصنيف مختلف، وبالتالي تحصل على شروط اقتراض مرتبطة بالتصنيف، وهي عادة مؤسسات مختلفة في الحجم وعمر النشاط أو مؤسسات مختلفة من حيث التوطن الجغرافي، حيث كل واحدة منها يمكنها الحصول على أفضل الشروط من السوق المالي المحلي.

الدخول في عمليات مضاربة: يمكن أن يكون الدافع من عملية التعاقد على المبادلات بمختلف أشكالها الحصول على عوائد مضاربة قائمة على التوقعات المعاكسة، خاصة إذا تعلق الأمر بمبادلة بين مؤسسة ما والبنك الذي يمنحها التمويل (أو أي بنك آخر)، هذا الأخير يراهن على توقعاته حول معدل الفائدة أو سعر الصرف للاستفادة من فروقات المعدلات عند التسوية.

تخفيض تكلفة التمويل: يمكن من خلال الاعتماد على المبادلات تخفيض تكلفة التمويل عن ديون فعلية يتم الحصول عليها لتمويل عمليات حقيقية، بحيث تتمكن الشركات -سواء كانت مصنفة بشكل جيد أو بشكل أقل جودة- من التقليل من تكلفة التمويل من خلال المبادلات مقارنة مع اللجوء مباشرة إلى السوق المالي (أو البنوك) إذا حددت شكل المعدل الذي تريد الاقتراض به (ثابت أو متغير) أو العملة التي تريد التعامل بها؛ بناءً على توقعاتها، وقررت المضى في اختيارها.

¹ لمياء عماني، الهندسة المالية، نفس المرجع السابق، ص 48.

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: ما الفرق بين خيار الشراء وخيار البيع؟ وما الحقوق التي يمنحها كل منهما لحامله؟

السؤال الثاني: ما المقصود بعلاوة الخيار؟ وما العوامل التي تؤثر في تحديد قيمتها؟

السؤال الثالث: ما المقصود بعقود المبادلات (Swaps) ؟ وما الهدف الأساسي من استخدامها في الأسواق المالية؟

السؤال الرابع: ما هي أهم أنواع عقود المبادلات المتداولة في الأسواق المالية؟

السؤال الخامس: كيف تستخدم المؤسسات المالية والشركات عقود المبادلات للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الصرف؟

المحور الثامن

المقاصة و التسوية في سوق البضائع و المشتقات

نوريل روبيني (Nouriel Roubini) - اقتصادي أمريكي معاصر وخبير مالي متخصص في الاقتصاد الدولي و التمويل العالمي -

" هذه الأدوات "المشتقات" سمحت للبنوك والمؤسسات بإخفاء حجم المخاطر الحقيقية، مما أدى إلى ارتفاع احتمالية الانهيار المالي..."

كتابه الذي صدر سنة 2011 تحت عنوان - (*After the Fall: The End of the European Dream and the Decline of a Continent*)

المحور الثامن: المقاصة و التسوية في بورصة البضائع و المشتقات

تُنشئ كل صفقة تجارية التزامات قانونية متقابلة بين أطرافها، إذ يلتزم المشتري بأداء الثمن، في مقابل التزام البائع بتحويل ملكية المثلّث وتسليمه، سواء تعلّق الأمر بسلعة مادية، أو خدمة، أو ورقة مالية. وفي المعاملات التقليدية الفورية، غالبًا ما يتزامن تاريخ إبرام العقد مع تاريخ التنفيذ الفعلي، بحيث تتطابق لحظة انعقاد الصفقة مع لحظة دفع المقابل واستلام محل التعاقد، وهو ما يُعبّر عنه اصطلاحًا بتطابق تاريخ التنفيذ مع تاريخي المقاصة والتسوية.

غير أنّ هذا التزام لا يتحقق بالضرورة في الأسواق المالية المنظمة، لاسيما في بورصات البضائع والمشتقات، حيث تخضع العمليات لسلسلة من الإجراءات المؤسسية والفنية قبل بلوغ مرحلة التسوية النهائية، ومن ثمّ تبرز المقاصة والتسوية بوصفهما آليتين محورتين ضمن البنية التحتية للأسواق، إذ تضطلعان بوظيفة إدارة المخاطر الائتمانية، وضمان الوفاء بالالتزامات التعاقدية، وتعزيز الاستقرار والكفاءة التشغيلية.

الأهداف التعليمية للمحور: يتناول هذا المحور دراسة الإطار المفاهيمي والإجرائي لعمليتي المقاصة

والتسوية، من خلال:

- تحديد المفهوم الدقيق لكل من المقاصة والتسوية، وتحليل المراحل الإجرائية التي تمر بها الصفقات قبل إقفالها النهائي.
- تقديم شرح مفصّل ودقيق لكافة العمليات الاستثمارية في السوق التي تأتي قبل التسوية.
- استعراض الآليات المعتمدة في بورصات البضائع لتنفيذ عمليات المقاصة والتسوية وفق النظم المعمول بها.
- تدعيم الطالب بمعلومات أكاديمية لإدراك عمليات المقاصة و التسوية في سوق المشتقات.
- تقديم دراسة تطبيقية لآلية المقاصة والتسوية في سوق لندن للمعادن باعتباره نموذجًا مؤسسيًا رائدًا في هذا المجال.

أولاً: الاطار المفاهيمي لعمليتي المقاصة و التسوية:

1. مفهوم المقاصة (Clearing): تُعرّف المقاصة بأنها العملية المؤسسية التي يتم بموجبها تحديد الالتزامات المالية الصافية الناشئة عن الصفقات المبرمة داخل السوق، وذلك من خلال مطابقة العمليات المنفذة بين الأطراف وتحويلها إلى التزامات نهائية قابلة للتسوية؛ وتؤدي المقاصة وظيفة محورية في تقليص المخاطر الائتمانية عبر آلية الإحلال القانوني¹ (Novation)، حيث تحلّ غرفة المقاصة محلّ الطرفين المتعاقدين، فتصبح هي البائع لكل مشترٍ، والمشتري لكل بائع، مما يؤدي إلى مركزة المخاطر بدل توزيعها بين المتعاملين.

وتُطبّق هذه الآلية في البورصات المنظمة مثل بورصة شيكاغو التجارية، حيث تضطلع غرفة المقاصة التابعة لها بدور الطرف المقابل المركزي² (CCP)، بما يضمن سلامة النظام المالي وكفاءة تنفيذ الالتزامات.

كما تعدّ المقاصة مرحلة وسيطة بين تنفيذ الصفقة وتسويتها النهائية، وتهدف أساساً إلى تحديد صافي المراكز (Net Positions) لكل متعامل قبل انتقالها إلى مرحلة التسوية، مما يقلّل حجم التدفقات النقدية الفعلية ويحدّ من مخاطر التعثر.

2. مفهوم التسوية (Settlement): أما التسوية فتشير إلى المرحلة النهائية التي يتم فيها الوفاء الفعلي بالالتزامات الناتجة عن المقاصة، سواء من خلال تحويل نقدي (Cash Settlement) أو عبر التسليم الفعلي للأصل محل التعاقد (Physical Delivery)، كما هو الحال في بعض عقود السلع المتداولة في سوق لندن للمعادن. وتمثل التسوية تنويجاً للدورة التشغيلية للصفقة، إذ ينتقل فيها الالتزام من مجرد قيد محاسبي إلى تنفيذ فعلي، مما يؤدي إلى انقضاء العلاقة التعاقدية بين الأطراف.

و تختلف آجال التسوية بحسب نوع السوق والأداة المالية، وقد تكون فورية (T+0) أو مؤجلة بعد يوم أو يومين عمل (T+1 / T+2)، وفق القواعد التنظيمية المعتمدة.

ثانياً: البنية المؤسسية لغرف المقاصة وآلية الإحلال القانوني (Novation)1. البنية المؤسسية لغرف المقاصة:

¹ الإحلال القانوني: هو عملية قانونية يتم من خلالها استبدال طرف أو أكثر في عقد قائم بأطراف جدد، مع الاحتفاظ بنفس الالتزامات والشروط التعاقدية الأساسية. بمعنى آخر، ينقل العقد من الأطراف الأصلية إلى طرف ثالث، بحيث يصبح هذا الطرف هو المسؤول قانونياً عن تنفيذ الالتزامات والتسويات، بينما يتحرر الأطراف الأصلية من مسؤولياتهم تجاه بعضها البعض.

² الطرف المقابل المركزي (Central Counterparty): هو مؤسسة مالية أو جهة تنظيمية تتوسط بين طرفي أي صفقة مالية أو سلعية في السوق، لتصبح كل طرف ملتزماً تجاهها فقط، بدلاً من الالتزام المباشر تجاه الطرف الآخر، وبعبارة أبسط: تقوم CCP بدور الوسيط القانوني الذي يضمن تنفيذ الصفقة، فتأخذ على عاتقها مسؤولية الوفاء بالالتزامات المالية للطرفين، وتقليل مخاطر التعثر أو التخلف عن الدفع.

تُعد غرفة المقاصة¹ (*Clearing Houses*) الركيزة الأساسية في البنية التحتية للأسواق المالية المنظمة، إذ تعمل كجهة محايدة تقوم بوساطة جميع الصفقات بين المتعاملين لضمان تنفيذ الالتزامات المالية. وتتمثل الوظائف الرئيسية لهذه الغرفة في:

أ. الطرف المقابل المركزي: (*Central Counterparty – CCP*)

- تتولى الغرفة دور الوسيط القانوني بين طرفي الصفقة، بحيث يصبح كل طرف ملتزمًا تجاه الغرفة فقط، وليس تجاه الطرف الآخر مباشرة.
- هذا الدور يقلل من مخاطر الطرف المقابل ويزيد من استقرار السوق.

ب. إدارة المخاطر الائتمانية والمالية:

- تجمع الغرفة الهامش الابتدائي (*Initial Margin*) والهامش المتغير (*Variation Margin*) لتغطية تقلبات السوق المحتملة.
- تدبير صندوق الضمان (*Guarantee Fund*) لمواجهة حالات تعثر المتعاملين.

ت. تطبيق قواعد التسوية والمقاصة:

- تضع الغرفة المعايير الزمنية للتسوية، وآليات التسوية النقدية أو العينية، وأنظمة مراقبة الالتزام بالعقود.

مثال:

- ☉ بورصة شيكاغو التجارية، التي تعتمد *CCP* لضمان تنفيذ عقود المشتقات.
- ☉ سوق لندن للمعادن، الذي يعتمد غرفة المقاصة لتسوية صفقات المعادن الأساسية.

2. آلية الإحلال القانوني :

تُعد آلية الإحلال القانوني² (*Novation*) أداة أساسية لعمل غرفة المقاصة، وتقوم على استبدال الالتزامات التعاقدية بين الأطراف المتعاملين بالتزامات جديدة تجاه غرفة المقاصة، بحيث تصبح الغرفة هي الطرف المسؤول عن جميع الالتزامات.

ومن خلال هذه الخطوات فميز الإحلال القانوني في بورصات البضائع والمشتقات:

أ. تنفيذ الصفقة بين طرفي السوق:

- يقوم الطرفان المشتري والبائع بإبرام العقد وفق الأسعار والكمية المتفق عليها.

¹ غرفة المقاصة ليست مجرد وسطاء، بل هي محاور مركزية لتقليل المخاطر النظامية، وضرورية لضمان استقرار الأسواق، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008.

² الإحلال القانوني يقلل من مخاطر الطرف المقابل ويتيح إدارة مركزة للهامش وصناديق الضمان، وهو عنصر أساسي في عمل *CCP*، خصوصًا في صفقات المشتقات خارج البورصة (*OTC derivatives*)

ب. انتقال الالتزامات إلى غرفة المقاصة:

- تتحول الغرفة إلى الطرف المقابل لكل طرف، ويصبح كل متعامل ملتزمًا فقط تجاه الغرفة.

ت. تسجيل الصفقة ضمن نظام المقاصة:

- يتم مطابقة جميع تفاصيل الصفقة للتأكد من صحتها قبل الانتقال إلى مرحلة احتساب صافي المراكز والهامش.

ث. تقليل المخاطر:

- أي تعثر لأي طرف يتم التعامل معه بواسطة الغرفة، دون أن يؤثر مباشرة على الطرف الآخر، مما يضمن استقرار السوق واستمرارية التسوية.

ثالثا: مراحل المقاصة (Clearing Process) :

تعد المقاصة عملية محورية في بورصات البضائع والمشتقات، حيث تهدف إلى تحديد الالتزامات الصافية لكل متعامل قبل التسوية النهائية، وتقليل المخاطر المالية المرتبطة بالصفقات. تمر المقاصة بعدة مراحل متسلسلة كما يلي:

1. تسجيل الصفقة والتحقق من صحتها (Trade Capture & Confirmation)

أ- تعريفها: هي المرحلة التي يتم فيها إدخال تفاصيل الصفقة في النظام الداخلي للبورصة أو غرفة المقاصة والتأكد من مطابقتها¹ بين الطرفين.

ب- وظيفتها: التحقق من العناصر الأساسية مثل: نوع الأصل، الكمية، السعر، تاريخ التنفيذ، وهو ما يضمن خلو الصفقة من الأخطاء قبل دخولها مرحلة المقاصة.

ت- أهميتها: أي خطأ في هذه المرحلة قد يؤدي إلى تعثر التسوية أو نزاع قانوني بين الأطراف.

2. مطابقة الصفقات وتحديد الالتزامات الصافية (Trade Matching & Netting)

أ- تعريفها: بعد تسجيل الصفقة، تقوم غرفة المقاصة بمطابقة جميع الصفقات مع الطرف المقابل، وتحديد المراكز الصافية (Net Positions) لكل متعامل.

¹ تستخدم بورصات عالمية مثل بورصة شيكاغو التجارية أنظمة إلكترونية لمطابقة الصفقات لحظيًا لتقليل الأخطاء البشرية.

ب- وظيفتها: تتلخص وظيفتها في احتساب الفرق بين صفقات الشراء والبيع لنفس الأصل وتحديد المبلغ الصافي المستحق للمتعامل قبل التسوية.

ت- أهميتها: تقليل حجم التدفقات النقدية والسلعية الفعلية اللازمة للتسوية النهائية.

مثال:

☛ إذا اشترى متداول 10 عقود ذهب وباع 6 عقود، فإن صافي مركزه = 4 عقود شراء، ويصبح هذا هو الالتزام الذي سيتم تسويته.

3. احتساب الهامش (*Margin Calculation*): وهنا نميز نوعين من الهامش؛

▪ الهامش الابتدائي (*Initial Margin*): هو المبلغ الذي يُودع لضمان الوفاء بالالتزامات المحتملة نتيجة تقلبات الأسعار.

▪ الهامش المتغير (*Variation Margin*): هو المبلغ المضاف أو المسترد وفق تغيّر الأسعار بعد يوم المقاصة، لضمان تغطية المكاسب والخسائر اليومية.

أ- أهميتها: يضمن النظام قدرة غرفة المقاصة على تغطية أي تقلبات مفاجئة في السوق ويقلل المخاطر النظامية.

4. إدارة الضمانات (*Collateral Management*)

أ- تعريفها: هي عملية إدارة الأصول المودعة من قبل المتعاملين كضمان للوفاء بالالتزامات، والتي قد تشمل نقدًا أو أدوات مالية أخرى.

ب- وظيفتها: حماية غرفة المقاصة في حال تعثر أحد الأطراف.

ت- أهميتها: زيادة الثقة في السوق وضمان استقرار عملية التسوية النهائية.

5. التسوية النهائية (*Settlement*)

أ- تعريفها: هي المرحلة الأخيرة التي يتم فيها تنفيذ الالتزامات النهائية بعد المقاصة، سواء عبر تحويل نقدي

(*Cash Settlement*) أو تسليم فعلي للسلعة (*Physical Delivery*).

ب- وظيفتها: إنهاء الدورة التشغيلية للصفقة وتحويل المراكز المحاسبية إلى واقع ملموس.

ت- أهميتها: تحقق التسوية النهائية الأمان القانوني والمالي للصفقات، وتضمن الوفاء بالعقود بين الأطراف وانقضاء الالتزام.

وعموما؛ نلاحظ في الجدول أدناه تلخيصا لأنواع أنظمة التسوية:

جدول رقم 16: أنواع أنظمة التسوية

نوع التسوية	إجمالية	صافية
آنية	تتم في نفس اليوم آنيا أو بتأخير بسيط لكل صفقة على حدى؛ وتستخدم عادة لتسوية الصفقات ذات المبالغ الكبيرة، ويطلق على هذا النطاق الذي يتميز بخاصية التسوية الإجمالية و الآنية: Real time gros settlement (RTGS)	لا يمكن استخدام التصفية إلا إذا كان هناك فرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية يتسنى فيه تراكم عدد من الصفقات التي لا يمكن تسويتها على أساس صافي ومن ثمة لا يمكن أن تكون التسوية الآنية إلا إجمالية.
متراخية	تسوية في نهاية اليوم لكل صفقة على حدى. ويستخدم عادة لتسوية المبالغ المترتبة على نتائج أنظمة المقاصة المختلفة، كما يدخل فيه نظم التسوية الإجمالية الآنية التي تجري فيها المقاصة خلال اليوم بشكل آني ولكن مع قابلية النظام لإلغاء التسوية حتى نهاية اليوم.	يمكن ويتم التصفية فيس الغالب في نهاية اليوم؛ ولكنها يمكن أن تحدث خلال أوقات متقطعة من اليوم.

المصدر: شيعي بلال، محاضرات في بورصة البضائع و المشتقات، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2024-2025، ص:

50

يمكن تطبيق مبدأي التسوية الإجمالية والصافية في عمليات التسليم والدفع وفق ترتيبات متعددة. إذ يمكن اعتماد التسوية الإجمالية لكل من تسليم الأوراق المالية ودفع المبالغ، أو اقتصارها على التسليم مع اعتماد التسوية الصافية في الدفع، أو استخدام التسوية الصافية لكل من التسليم والدفع معًا.

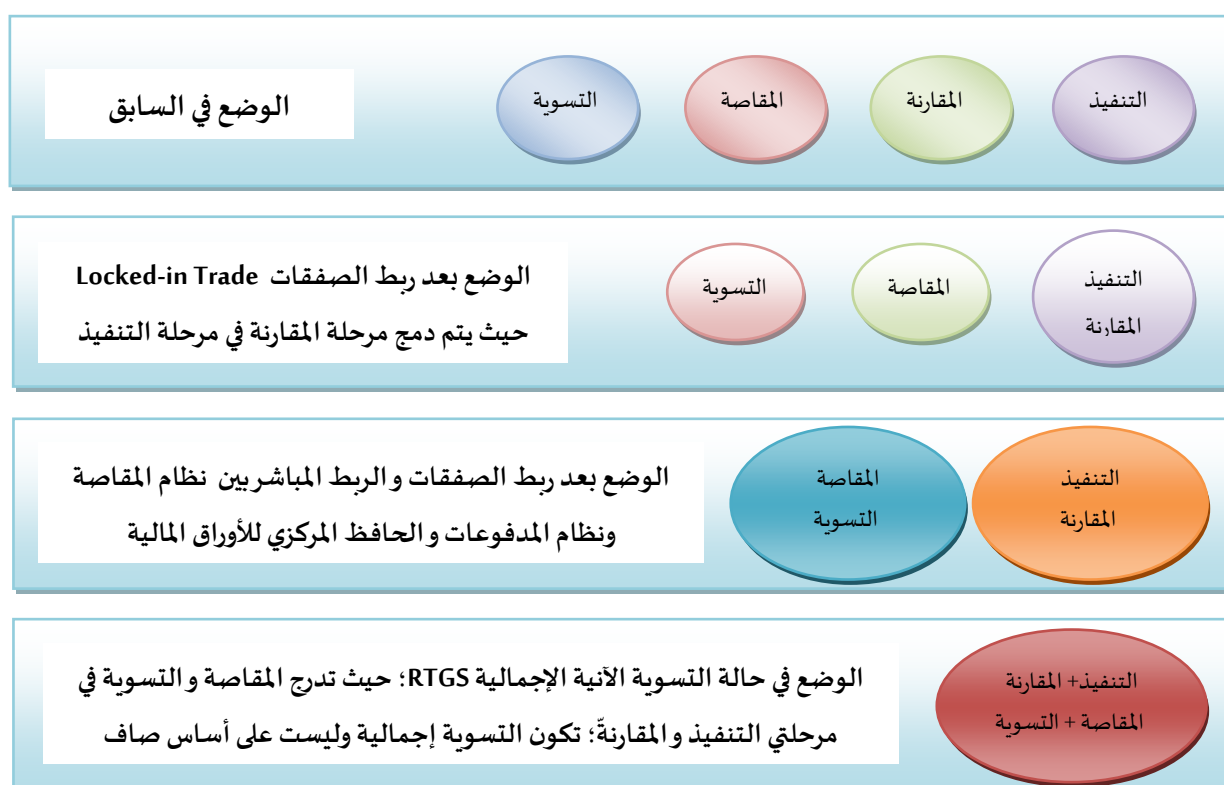
تتعدد صيغ التسوية الإجمالية وفق آليات مختلفة، بما في ذلك الأسلوب المتبع للحصول على السيولة في حال عدم قدرة الدافع على تغطية مبلغ الصفقة عن طريق البنك أو عبر ممول خارجي، أو من خلال ترتيبات داخلية بين مجموعة من المؤسسات المالية. ويمكن أن تكون المقاصة الصافية ثنائية الأطراف (*bilatérale*) أو متعددة الأطراف (*multilatérale*) ، وتُظهر الأخيرة كفاءة أعلى في تقليص حجم وعدد المدفوعات المطلوبة لكل طرف.

لكل من النظامين مزايا وقيود: فالمقاصة الصافية تقلل من حجم الصفقات والمبالغ المطلوب تحويلها، لكنها تزيد من المخاطر المرتبطة بالتسوية، لاسيما المخاطر الائتمانية، وتتطلب إدارة مستمرة لمخاطر السيولة، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات. في المقابل، تفرض المقاصة الإجمالية تحويلات مالية أكبر، لكنها

تتميز بمخاطر تسوية أقل، مما يوفر استقراراً أعلى للعملية المالية، كما تختلف أنظمة التسوية في تحديد ما يُعرف بـ "وقت حسم التسوية"، وهو الوقت الذي يفقد فيه أي طرف حقه في إلغاء عملية التسوية؛ فبعض الأنظمة تسمح بالإلغاء حتى وقت محدد عادةً في نهاية اليوم لتعزيز استقرار السوق، في حين تمنع أنظمة أخرى أي تعديل بعد اكتمال التسوية.

ومما سبقت الإشارة إليه؛ يمكننا حصر آليات التنفيذ و التسوية عامة في الشكل التالي:

الشكل رقم 19: التطور في آليات التنفيذ و التسوية في مختلف الأنظمة



المصدر: حشايشي سليمة، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، جامعة فرحات عباس-سطيف-، ص: 78.

رابعاً: المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع (قبل المقاصة و التسوية):

تسبق عمليتي المقاصة والتسوية عدة مراحل يتم من خلالها تنفيذ الصفقة، ونوجزها فيما يلي¹:

المرحلة الأولى: اختيار الوسيط

¹ Kolb, Robert W., & Overdahl, James A., *Futures, Options and Swaps*, 6th ed., Wiley Finance, Hoboken, 2010, pp. 45–52.

يقوم العميل أو المستثمر باختيار الوسيط المناسب لإبرام الصفقة المراد تنفيذها، إذ إن التعامل في الأسواق المنظمة مقصور على وسطاء محددين مرخص لهم. وقد يكون الوسيط المختار لا يتعامل مباشرة مع السوق، وفي هذه الحالة يقوم بتوكيل وسيط آخر مرخص له بالتعامل فيها.

وتوجد قائمة بأسماء الوسطاء المرخص لهم من قبل هيئة البورصة، يستطيع العميل من خلالها اختيار أحدهم. لذلك يتعين على المستثمر أو العميل، قبل اختيار الوسيط، التأكد من قوته المالية، وسمعته في السوق، وحصوله على ترخيص رسمي بالتداول؛ وينقسم الوسطاء إلى نوعين:

أولاً: وسيط الخدمة الكاملة:

يقدم هذا النوع من الوسطاء العديد من الخدمات للمستثمر، ويمكن اختصارها في كونها خدمات تساعده على اتخاذ القرار المناسب؛ ففي هذه الحالة يقوم الوسيط بدور المخطط أو المستشار المالي، وذلك نظراً لعدم قدرة بعض المستثمرين على اختيار الأنسب في السوق المالية، أو لعدم توافر الوقت الكافي لديهم لمتابعة تطورات السوق.

يقوم هذا النوع من الوسطاء بتقديم مجموعة متكاملة من الخدمات للمستثمر، من أهمها¹:

- تزويد المستثمر بالمعلومات المالية، والأبحاث، والدراسات المتعلقة بواقع السلع والشركات وتطوراتها.
- تقديم النصائح بالبيع أو الشراء أو الانتظار، بناءً على الدراسات التي يعدّها ويعرضها على المستثمر، وذلك إلى حين توافر الفرصة المناسبة.
- تنفيذ الأوامر التي يوافق عليها المستثمر، مقابل عمولة متفق عليها.
- إنهاء إجراءات البيع والشراء عن طريق بيوت المقاصة في السوق.

ثانياً: وسيط التكلفة المنخفضة:

يقتصر دور هذا الوسيط على تنفيذ أوامر البيع والشراء التي يطلبها المستثمر فقط، دون تقديم استشارات موسعة؛ وقد انتشر هذا النوع من الوسطاء بعد ظهور وسائل الاتصال الحديثة والبرث المباشر لأخبار السوق، حيث أصبح المستثمر قادراً على متابعة أوضاع السوق واتخاذ القرار المناسب بنفسه، كما يمكنه الحصول على المعلومات والتحليلات من المواقع الإلكترونية المتخصصة في المجال الاقتصادي.

¹ Fabozzi, Frank J., *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 4th ed., Pearson Education, 2016, pp. 410–425.

المرحلة الثانية: فتح الحساب

بعد اختيار الوسيط المناسب، يقوم العميل الراغب في بيع أو شراء سلعة متداولة في أحد أسواق السلع المنظمة بفتح حساب لدى هذا الوسيط؛ وأشهر أنواع الحسابات هي¹:

- حساب النقد
- حساب الهامش
- حساب التداول اليومي

ويمكن الفرق بين هذه الأنواع في طبيعة الالتزامات المالية لكل منها:

- حساب النقد: يلتزم صاحبه بدفع كامل قيمة صفقة الشراء، كما يستحق استلام كامل قيمة صفقة البيع.
- حساب الهامش: يحق لصاحبه دفع جزء من قيمة الصفقة، واقتراض الباقي من الوسيط، مقابل تقديم ضمانات مثل أوراق مالية (أسهم أو سندات).
- حساب التداول اليومي: يشبه حساب النقد من حيث التزام صاحبه بدفع كامل قيمة الصفقة، إلا أنه يتميز بتنفيذ صفقات متعددة خلال اليوم الواحد، على أمل تحقيق أرباح وإن كانت يسيرة من خلال العمليات التي يبرمها في اليوم نفسه².

المرحلة الثالثة: طلب تنفيذ الأمر

يقوم العميل بطلب تنفيذ أمر بيع أو شراء، وله أن يحدد شروط تنفيذ الأمر من حيث:

- نوع العملية (بيع أو شراء)
- السعر
- الكمية
- مدة بقاء الأمر نشطاً

وأي شروط أخرى معتادة في السوق؛ وتتضمن استمارة الأمر عادةً البيانات الآتية:

- اسم العميل

¹ CME Group, Introduction to Futures Trading, Chicago Mercantile Exchange, Chicago, 2021, pp. 12–18.

² Chance, Don M., & Brooks, Robert, An Introduction to Derivatives and Risk Management, 10th ed., Cengage Learning, Boston, 2015, pp. 83–90.

- رقم الحساب
 - نوع العملية (بيع أو شراء)
 - الكمية
 - اسم السلعة ورمزها
 - السعر
 - مدة بقاء الأمر نشطاً
 - معلومات عن مكان السلعة وكيفية استلامها (إن وُجدت)
- مع العلم أن بعض الأسواق قد لا تشترط تحديد مكان السلعة؛ وقد يوفر الوسيط للعميل خدمة الاطلاع على أوضاع السوق وإدخال الأوامر إلكترونياً، سواء من خلال شبكة اتصالات خاصة أو عبر شبكة الإنترنت¹.
- المرحلة الرابعة: إرسال الأمر إلى السوق**

بعد التأكد من صحة بيانات الأمر، يقوم الوسيط بإرساله إلى السوق إلكترونياً ليتم تنفيذه مع طرف مقابل؛ أما إذا كانت السوق تعمل بالنظام التقليدي، فيلتقي الوسيط في قاعة التداول لتنفيذ الأوامر يدوياً، وفي ظل التطور الكبير في تقنيات الاتصالات والمعلومات، أصبح بإمكان المتداولين في الوقت الحاضر إتمام المراحل الثلاث السابقة (من فتح الحساب إلى إرسال الأمر إلى السوق) دون الحاجة إلى اتصال مباشر وجهًا لوجه مع الوسيط، وذلك من خلال مواقع الوسطاء الذين يقدمون خدماتهم عبر شبكة الإنترنت، ويُطلق عليهم الوسطاء الإلكترونيون.

وفي هذه الحالة يتمثل دور الوسيط في توفير البنية الأساسية التقنية التي تمكن المستثمر من الوصول إلى السوق وتنفيذ أوامره؛ ويحتفظ الوسيط عادةً بقاعدة بيانات تتضمن معلومات تفصيلية عن²:

- **العملاء:** مثل الاسم، العنوان، نوع الحساب، كمية السلع المملوكة، وغيرها من البيانات.
- **السلع المتداولة:** مثل الاسم، وحدة التعامل، عملة التعامل، الرمز الدولي، والجهات المسؤولة عن مقاصتها وتسويتها.
- **الأسواق المنظمة التي يتعامل معها:** مثل الاسم، الموقع، نظام التداول، معلومات شركات المقاصة والتسوية، وإجراءات المقاصة والتسوية.
- **الصفقات المنفذة:** حيث يحتفظ بقاعدة بيانات خاصة بجميع العمليات التي قام بتنفيذها.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات والأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2018، ص 310-318.

² عبد الغفار حنفي، دارة الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2015، ص 245-252.

كما قد يقدم الوسيط خدمة الاستشارات المالية للعملاء الذين يطلبونها.

المرحلة الخامسة: تنفيذ الأمر

يُهيئ الأمر للتنفيذ من قبل السوق المالي وفقًا لقواعد التعامل المعمول بها، سواء أكان التنفيذ يدويًا أم آليًا، ووفقًا للشروط التي يحددها العميل في الأمر، ويجب التأكيد على أن لكل سوق قواعده الخاصة التي تحكم آلية التعامل، ومن أهمها¹:

- أنواع الأوامر المقبولة
- آلية التنفيذ (سوق نداء أو سوق مستمرة)
- أولوية تنفيذ الأوامر (السعر، ثم الوقت، ثم الحجم)
- أوقات التداول
- الحد الأدنى والأقصى للتغير في السعر
- هيكل العمولات

ويتم تنفيذ كامل كمية الأمر أو جزء منها عند تطابق سعر أمر الشراء مع سعر أمر البيع، وعندها تتم الصفقة وتنتقل العملية إلى المرحلة التالية، أما إذا لم يتم التنفيذ، فيُشعر العميل بذلك ليتمكن من اتخاذ القرار المناسب.

المرحلة السادسة: تسجيل معلومات الصفقة

في حال تنفيذ الصفقة، يرسل السوق تقريرًا إلى كلٍّ من الوسيط وشركة المقاصة، يتضمن جميع معلومات الصفقة، مثل:

- معلومات الطرف المقابل
- وقت التنفيذ وطريقته ومكانه
- حجم الصفقة وقيمتها
- عمولة التنفيذ
- مراحل المقاصة والتسوية

ويقوم الوسيط بترميز الصفقة، أي تخصيص رقم مميز لها، ثم يرسل التقرير إلكترونيًا إلى:

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الأسواق المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2017، ص 198-205.

- العميل: لإبلاغه بتفاصيل الصفقة وتحديث حساباته.
- شركة المقاصة: تمهيدًا لإجراءات المقاصة والتسوية.

كما يرسل الوسيط إشعارًا إلى العميل يؤكد فيه تنفيذ الصفقة، ويبيّن بياناتها، مثل:

- نوع السلعة
- الكمية
- سعر التنفيذ
- تكلفة الصفقة
- عمولة الوسيط
- تاريخ التسوية

وتعتمد طريقة الإشعار على طبيعة العميل:

- المستثمر الفرد: يُرسل إليه الإشعار عبر عنوانه البريدي أو الإلكتروني.
- المستثمر المؤسسي أو الدولي: غالبًا ما يتم إشعاره عبر شبكة الاتصالات المالية المعتمدة مثل نظام **SWIFT**.

المرحلة السابعة: المقارنة مع الطرف المقابل

يقوم الوسيط بمقارنة معلومات تنفيذ الصفقة مع الوسيط الآخر (الطرف المقابل)، سواء بصورة مباشرة - وهو التعامل الغالب - أو من خلال شركة المقاصة، وذلك للتأكد من صحة البيانات؛ ويجب معالجة أي اختلاف أو عدم تطابق في معلومات الطرفين قبل الانتقال إلى مرحلة المقاصة والتسوية.

وفي ظل التطور الحاصل في تقنيات المعلومات والاتصالات، أصبحت عمليات المقارنة تتم آنياً لحظة تنفيذ الصفقة، حيث تُحفظ بيانات طرفي الصفقة وترسل مباشرة إلى شركة المقاصة؛ ويُطلق على هذا النوع المتزايد من الصفقات اسم **الصفقات المربوطة (Locked-in Trade)**، ويُقصد بها الصفقات التي تتم مقارنتها إلكترونياً في لحظة تنفيذها.

ويلاحظ أن التقدم في تقنيات المعلومات والاتصالات يكاد يدمج المرحلتين السادسة والسابعة في مرحلة واحدة تتم أثناء التنفيذ.

المرحلة الثامنة: المقاصة

تتم بعد ذلك عملية المقاصة بواسطة بيت المقاصة، والذي قد يكون الوسيط (سمسار العميل) أحد أعضائه أحياناً؛ ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركة في الصفقات، تمهيداً لتسويتها؛ وغالباً ما تكون شركة المقاصة من المؤسسات المالية المعنية، وفي مقدمتها شركات الوساطة الأعضاء في السوق. وتتمثل مهمتها الأساسية في:

- مقارنة معلومات الصفقات المقدمة من طرفي كل صفقة.
- تحديد صافي المديونية أو الدائنية لكل وسيط.
- تمهيد عملية التسوية من خلال تحويل النقود من المدين إلى الدائن.
- نقل ملكية السلع من البائع إلى المشتري.

فعلى سبيل المثال، في سوق لندن للمعادن تتولى شركة **LCH Clearnet** مسؤولية المقاصة والتسوية لعمليات السوق، وتمتلك السوق نسبة **8.05%** من الشركة، بينما تعود بقية الملكية إلى شركات وساطة مالية وبورصات أخرى.

ويتضح أن الدور الرئيس لبيت المقاصة هو ضمان تنفيذ الصفقة بين الطرفين، بحيث لا يُسمح لأي طرف بالدخول في الصفقة إلا بعد تقديم الضمانات المالية الكافية لإتمام عملية البيع والشراء.

المرحلة التاسعة: التسوية

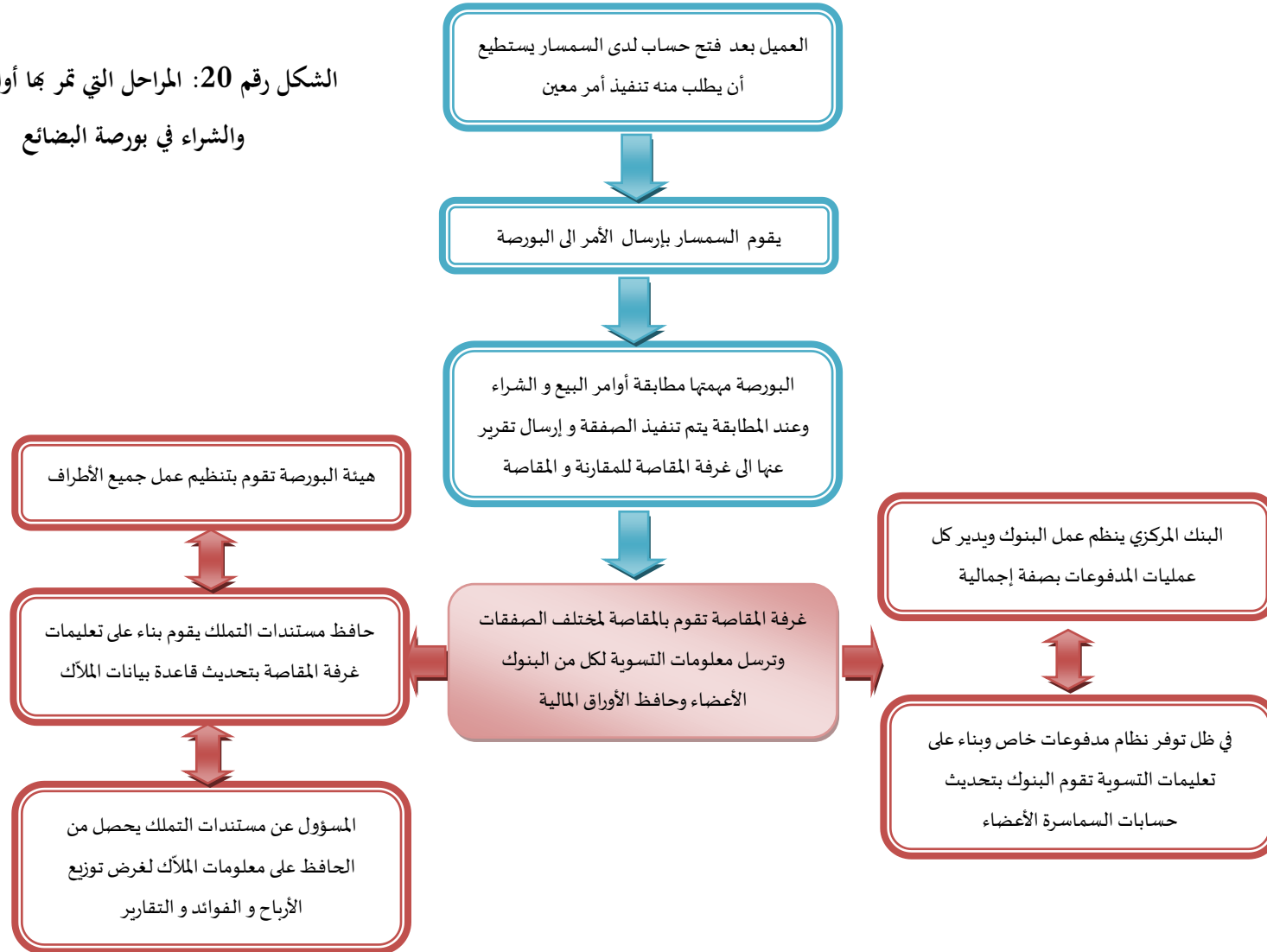
يُقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة، وذلك بقيام:

- البائع بتحويل السلعة إلى المشتري.
- المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع.

وتبدأ إجراءات التسوية بعد إتمام المقاصة، وفق تنظيم محدد تديره شركة المقاصة.

والمخطط التالي أدناه يوضح تسلسل المراحل السابقة والأطراف الرئيسية المشاركة فيها:

الشكل رقم 20: المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع



المصدر: سعد بن علي بن تركي الجلعود، السوق السلع الدولية، رسالة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2012، ص: 123.

خامسا: مراحل المقاصة و التسوية في سوق لندن للمعادن:

تُعَدّ سوق لندن للمعادن من أهم الأسواق الدولية المتخصصة في تداول المعادن، حيث يتم من خلالها التعامل في المعادن الأساسية إلى جانب العقود المستقبلية وعقود الخيار المرتبطة بها. وتتركز أنشطة السوق أساسًا على المعادن غير الثمينة، مثل النحاس، والألمنيوم، والزنك، والرصاص، والنيكل، والقصدير، إضافة إلى الفضة وبعض المشتقات المالية المرتبطة بالمعادن أو بمؤشر السوق الذي يعكس أداء المعادن الرئيسة الستة المتداولة في مؤشر LME. وقد توسعت السوق لاحقًا لتشمل تداول بعض المواد الأخرى مثل البلاستيك¹.

وتتمثل الوظائف الأساسية لسوق لندن للمعادن في عدة جوانب رئيسة يمكن عرضها كما يلي:

أولاً: اكتشاف الأسعار

تؤدي السوق دورًا محوريًا في تحديد الأسعار العالمية للمعادن المتداولة، حيث يتم تحديد هذه الأسعار بصورة يومية لتكون مرجعًا أساسيًا للمتعاملين في مختلف أنحاء العالم. وتجدر الإشارة إلى أن السوق لا تقوم بعمليات البيع والشراء الفعلية بين المنتجين والمستهلكين الصناعيين، بل توفر آلية فعالة لاكتشاف الأسعار². فعندما ترغب إحدى الشركات الصناعية في شراء معدن معين بمواصفات محددة، فإنها تتوجه مباشرة إلى المورد أو الجهة المالكة لذلك المعدن، مسترشدة بالأسعار التي يتم تحديدها في السوق. وتعكس أسعار العقود الحالية أوضاع العرض والطلب العالمية على هذه المعادن، في حين تعبر أسعار العقود المستقبلية وعقود الخيار عن توقعات السوق بشأن الاتجاهات المستقبلية لأسعارها. كما يتم نشر هذه الأسعار عالميًا عبر شركات متخصصة في نشر المعلومات المالية.

ثانيًا: التحوط من المخاطر (Hedging)

توفر السوق أدوات مالية متعددة، وعلى رأسها العقود المستقبلية وعقود الخيار، بهدف تمكين المتعاملين من التحوط ضد المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار. وتُعد الشركات الصناعية التي تعتمد على هذه المعادن في عملياتها الإنتاجية المستفيد الرئيس من هذه الوظيفة، إذ تساعدها هذه الأدوات على تقليل المخاطر المرتبطة بتغيرات الأسعار في المستقبل.

ثالثًا: دور المُسلم الأخير

¹ London Metal Exchange, The London Metal Exchange Guide to the LME, London: LME Publications, 2019, p. 12.

² LCH Group, Clearing Services for the London Metal Exchange, London: LCH Ltd, 2020, p. 15.

تلتزم السوق بضمان تسليم المعادن في حال حلول موعد التسليم وطلب المشتري لذلك. ومن أجل أداء هذا الدور، تقوم السوق بترخيص مجموعة من المخازن المعتمدة حول العالم لتخزين أنواع محددة من المعادن المتداولة. وتشير البيانات الحديثة إلى أن شبكة التخزين التابعة للسوق تضم أكثر من 450 منشأة تخزين معتمدة موزعة على نحو 32 موقعًا عالميًا في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا. ولا تمتلك السوق هذه المخازن بشكل مباشر، بل تقوم فقط بترخيص شركات التخزين التي تتولى حفظ المعادن وإصدار وثائق الملكية الخاصة بها¹.

ومن الجدير بالملاحظة أن غالبية المضاربين والمتعاملين في العقود المستقبلية وعقود الخيار يقومون بتصفية مراكزهم المالية قبل حلول موعد التسليم الفعلي، مما يؤدي في الغالب إلى الاكتفاء بتسوية الفروق النقدية الناتجة عن تغير الأسعار دون الحاجة إلى تسليم المعادن فعليًا. أما العقود الفورية فهي التي قد يترتب عليها في بعض الحالات تسليم أو استلام فعلي للمعادن.

رابعاً: آلية نقل الملكية للمعادن في سوق لندن للمعادن

تتم عملية تسوية الصفقات ونقل ملكية المعادن في سوق لندن للمعادن عبر مجموعة من المراحل المنظمة التي تضمن الشفافية وتقليل المخاطر بين الأطراف المتعاملة. ويمكن توضيح هذه الآلية كما يلي:

● تنفيذ الصفقات: يتم تنفيذ الصفقات في السوق بطريقتين أساسيتين:

- المزاد العلني الذي يُعقد خلال فترات محددة من ساعات عمل السوق، ويُعد الآلية الرئيسة لاكتشاف الأسعار.
- نظام التداول الإلكتروني *LME Select* ، وهو نظام أُطلق العمل به في بداية عام 2001، ويتيح التداول الإلكتروني بشكل مستمر على مدار 24 ساعة يوميًا، مسترشداً بالأسعار التي يتم التوصل إليها في المزاد العلني².

ويُستخدم هذا النظام من قبل السماسرة الأعضاء في السوق للتداول لحساباتهم الخاصة، كما يمكن لبقية المتعاملين الاطلاع على معلومات التداول من خلال الشركات المتخصصة في بث بيانات السوق.

● المقاصة وتسوية الصفقات

¹ Fabozzi, Frank J., *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 4th ed., Pearson Education, 2016, p. 423.

² Hull, John C., *Options, Futures, and Other Derivatives*, 10th ed., Pearson, 2018, p. 35.

بعد تنفيذ الصفقة، يقوم كل عضو من طرفي الصفقة بإرسال تفاصيلها إلى بيت المقاصة المرتبط بالسوق (LCH Clearent)، حيث يتم تسجيل الصفقات ومقارنتها تمهيداً لعملية المقاصة. وتتم عملية التسوية وفق مبدأ الطرف المركزي (Central Counterparty)، أي أن بيت المقاصة يحل محل البائع والمشتري في آن واحد، فيصبح مشترئاً من كل بائع وبائعاً لكل مشتري¹.

وتكمن أهمية هذا النظام في تقليل مخاطر التسوية التي قد يتعرض لها المتعاملون، إذ يصبح تعاملهم مع طرف واحد يلتزم بإتمام عملية التسوية بغض النظر عن الظروف التي قد يواجهها الطرف المقابل. غير أن هذا الدور يزيد من حجم المخاطر التي يتحملها بيت المقاصة في حال إفلاس أحد الأعضاء.

ولذلك يشترط بيت المقاصة على الأعضاء تقديم ضمانات مالية لدعم عمله، تشمل ضمانات بنكية تقدر بحوالي 15 مليون جنيه إسترليني، إضافة إلى مساهمة مماثلة في صندوق الحماية ضد الإفلاس. كما يطلب من الأعضاء إيداع هامش تأمين يتناسب مع حجم المخاطر المحتملة للمراكز المالية التي يحتفظ بها العضو. ويمكن أن يكون هذا الهامش في شكل مبالغ نقدية أو ضمانات بنكية، ويتم تعديله بالزيادة أو النقصان وفقاً للتغيرات في صافي المراكز المالية للعضو.

وتجدر الإشارة إلى أن المتعاملين غير الأعضاء في بيت المقاصة لا يتأثرون مباشرة بعملية المقاصة، لأن تعاملاتهم تتم من خلال عقود منفصلة مع السماسرة الأعضاء.

توثيق نقل ملكية المعادن

يتم توثيق نقل ملكية المعادن من خلال شهادة تفويض (Warehouse Warrant) تحوّل حاملها ملكية كمية محددة من معدن معين محفوظ في مخزن محدد. ويمكن للمشتري، في هذه الحالة، إما استلام المعدن فعلياً من المخزن أو إعادة بيع الشهادة في السوق².

وقد قامت السوق في عام 1996 بتطبيق نظام إلكتروني يعرف باسم SWORD لتوليد هذه الوثائق وتحويل ملكيتها إلكترونياً. ويعد هذا النظام مشروعاً مشتركاً بين سوق لندن للمعادن وبيت لندن للمقاصة، وقد ساهم في تقليل عمليات المعالجة اليدوية وتبسيط إجراءات التسوية، حيث أصبحت عمليات توثيق الملكية تتم بصورة إلكترونية مركزية.

¹ Bank of England, The CHAPS Payment System: A Guide, London: Bank of England, 2021, p. 10.

² London Metal Exchange, Warehousing and Physical Market Operations, London: LME, 2022, p. 6.

ومن الجدير بالذكر أن خيارات التسليم، مثل مكان التسليم ونوع المنتج وشكله، تكون في يد البائع، شريطة أن يكون المعدن من الصنف نفسه المحدد في العقد. كما يتم التسعير على أساس أن التسليم سيتم من أحد المخازن المعتمدة لدى السوق، ويتحمل المشتري تكلفة نقل المعدن من المخزن إلى موقعه.

كما يتيح نظام **LME Select** خاصية المعالجة المباشرة للصفقات - (**Straight Through Processing**) (**STP**)، والتي تسمح بانتقال بيانات التداول تلقائيًا إلى بيت المقاصة دون تدخل يدوي.

Ⓒ تسوية المدفوعات المالية

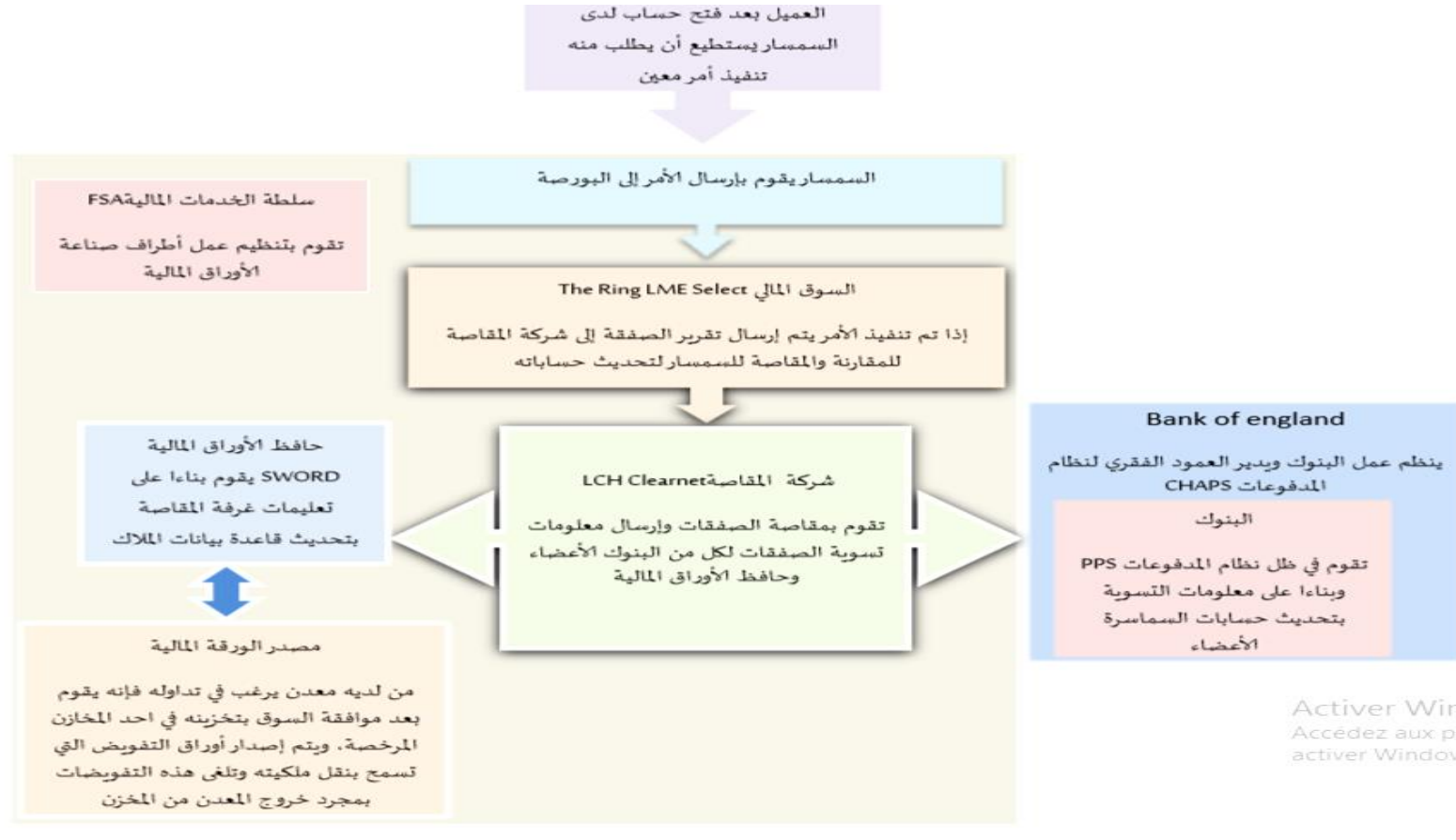
أما تسوية المبالغ النقدية الناتجة عن الصفقات فتتم من خلال نظام خاص بالمدفوعات يعرف باسم **Protected Payment System (PPS)**، وهو نظام يربط بيوت السمسرة الأعضاء ببيت المقاصة لتسهيل تحويل الأموال بينهم¹.

وتتم التسويات النهائية للمدفوعات عبر نظام **CHAPS**، الذي يمثل البنية الأساسية لنظام المدفوعات في المملكة المتحدة، ويُستخدم في تسوية المدفوعات النقدية المرتبطة بالصفقات في الأسواق المالية².

¹ LCH Ltd., Protected Payment System (PPS) Overview, London: LCH Publications, 2020, p. 7.

² Bank of England, The CHAPS Payment System: A Guide, London: Bank of England, 2021, p. 10.

الشكل رقم 21: مراحل المقاصة و التسوية في سوق لندن (LME)



المصدر: محمد بن ابراهيم السحبياتي؛ آليات المقاصة و التسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة مقدمة للهيئة الاسلامية العالمية للاقتصاد و التمويل، الرياض، ص: 41.

أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة

من أجل ترسيخ المعارف لدى الطلاب و الباحثين؛ واختبار مدى استيعابهم وقدرة تحصيلهم لمختلف المعارف العلمية من جهة؛ وقصد التعرف على أنواع الأسئلة التي من المحتمل طرحها في هذا المحور؛ و التي قد تشكل جانبا من البحث المستقبلي من جهة أخرى؛ يمكننا أن نصوغ لكم بعضها في النقاط التالية:

السؤال الأول: ما المقصود بعملية المقاصة والتسوية في الأسواق المالية؟ وما الدور الذي تؤديه كل منهما في إتمام المعاملات المالية؟

السؤال الثاني: ما هي غرفة المقاصة؟ وما أهم الوظائف التي تقوم بها في أسواق المشتقات المالية؟

السؤال الثالث: كيف تساهم عملية المقاصة في تقليل مخاطر الطرف المقابل في المعاملات المالية؟

السؤال الرابع: ما المقصود بالتسوية النقدية والتسوية العينية؟ وما الفرق بينهما؟

السؤال الخامس: ما هي أهم المراحل التي تمر بها عملية التسوية بعد إبرام الصفقة في الأسواق المالية؟

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

وفي ختام هذه المطبوعة، يمكن التأكيد على أن دراسة بورصات البضائع والأسواق المشتقة تتيح فهماً معمقاً وشاملاً لدور هذه الأسواق في تنظيم تداول السلع والمشتقات المالية، وإبراز أهميتها الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي. فهذه الأسواق لا تقتصر على كونها منصات لتبادل المنتجات فقط، بل تمثل آليات متقدمة لضبط أسعار السلع المتجانسة والسلع الدولية وفق مبادئ العرض والطلب، وضمان الشفافية والكفاءة في تحديد الأسعار، مع الالتزام بالموصفات القياسية للسلع، بما في ذلك الأوزان، المقاييس، درجات الجودة، والنقاء، وهي عناصر أساسية لتعزيز الثقة بين المتعاملين وضمان سلامة المعاملات. كما تسهم هذه الأسواق في تسهيل عمليات التمويل وتحفيز الاستثمار عبر توجيه الموارد المالية إلى المشروعات الإنتاجية والتجارية الأكثر جدوى، مما يعزز من الدور المحوري للأسواق في التنمية الاقتصادية.

وتبرز أيضاً أهمية الأسواق المشتقة في إدارة المخاطر المالية والتحوط من تقلبات الأسعار، سواء بالنسبة للمستثمرين أو المنتجين، حيث توفر الأدوات المشتقة مثل العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، والمبادلات السلعية، آليات علمية لتقليل المخاطر المرتبطة بتغيرات الأسعار وتقلبات السوق. كما تسمح هذه الأدوات للمشاركين بتخطيط استثماراتهم بشكل أفضل، وتحديد التوقيت الملائم لشراء أو بيع السلع، سواء كانت سلع استهلاكية، سلع استراتيجية، أو معادن ثمينة، مما يتيح تحقيق استقرار نسبي في الأسواق المالية ويحفز النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

وعلاوة على ذلك، تساعد المعرفة العملية ببورصات البضائع والأسواق المشتقة الطلبة على الربط بين الجانب النظري والتطبيقي، من خلال فهم أساليب تسعير السلع، إعداد العقود السلعية، تحديد الكميات والأسعار، والالتزام بالموصفات القياسية، إلى جانب التعرف على بورصات المعادن والسلع الإستراتيجية وكيفية عملها ضمن نظام عالمي متكامل يعتمد على المقاييس والأوزان الدولية لضمان مواءمة المعاملات بين مختلف الأطراف. وهذا الربط بين النظرية والتطبيق يمكّن الطلبة من اكتساب مهارات عملية تساعد في تفسير حركة الأسواق، تحليل المخاطر، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

وبالتالي، تؤكد هذه المادة التعليمية أن الاطلاع الواعي على آليات عمل بورصات البضائع والأسواق المشتقة لا يقتصر على اكتساب معرفة أكاديمية محضة، بل يمتد ليشمل تطوير القدرات التحليلية والمهارات التطبيقية، بما يمكن الطلبة من فهم ديناميكيات الأسواق المالية، استثمار الفرص التجارية بشكل فعال، والمساهمة في تعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي على المستويين الوطني والدولي. ومن هذا المنظور، تصبح دراسة هذه الأسواق مرجعاً

أساسياً لفهم تفاعلات السوق، إدارة المخاطر، واستراتيجيات الاستثمار الذكي في عالم التجارة الدولية والاستثمار المعاصر.

قائمة الجداول

قائمة الجداول الواردة في المطبوعة

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
27	ملخص كرونولوجيا تأسيس أهم بورصات البضائع عالميا	الجدول رقم 01
34	أهم السلع الأساسية و أجماعها التي يتم تداولها في بورصات البضائع العالمية	الجدول رقم 02
55	أنواع صيغ كفاءة السوق المالي	الجدول رقم 03
65	عناصر التفرقة بين المضاربة و الاستثمار	الجدول رقم 04
84	مقارنة بين السوق الحاضر وسوق العقود الآجلة	الجدول رقم 05
87	مقارنة لربحية التعامل بين السوقيين الحاضر و المستقبلي	الجدول رقم 06
91	أهم الفروقات القائمة بين عقود المستقبلية و العقود الآجلة	الجدول رقم 07
93	مثال عن التغطية بمركز قصير	الجدول رقم 08
94	مثال عن التغطية بمركز طويل	الجدول رقم 09
98	الرموز القياسية للإشارة الى العقود المتداولة	الجدول رقم 10
98	الرموز القياسية للإشارة الى الأشهر	الجدول رقم 11
99	أسلوب عمل الهامش في العقود المستقبلية	الجدول رقم 12
104	أطراف وعناصر عقد الخيار	الجدول رقم 13
107	حقوق والتزامات خيارى البيع و الشراء	الجدول رقم 14
112	أوجه المقارنة بين: عقود الخيار-العقود المستقبلية و العقود الآجلة	الجدول رقم 15
134	أنواع أنظمة التسوية	الجدول رقم 16

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال الواردة في المطبوعة

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
الشكل رقم 01	أنواع و تصنيفات أسواق المال	04
الشكل رقم 02	أنواع بورصات البضائع	23
الشكل رقم 03	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تفاعلية)	53
الشكل رقم 04	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تشاؤمية)	53
الشكل رقم 05	العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق المالية	56
الشكل رقم 06	أنواع المشتقات المالية شائعة التداول	75
الشكل رقم 07	وساطة بيت التسوية بين البائع و المشتري	83
الشكل رقم 08	آلية التعامل بالعقود المستقبلية و التسوية اليومية	89
الشكل رقم 09	أنواع عقود الخيارات الشائعة	104
الشكل رقم 10	مكاسب/خسائر عقد خيار الشراء Call	105
الشكل رقم 11	مكاسب/خسائر عقد خيار البيع Put	106
الشكل رقم 12	أنواع عقود المبادلات واسعة الاستعمال	113
الشكل رقم 13	أنواع عقود المبادلات واسعة الاستعمال	114
الشكل رقم 14	مراحل عقود مبادلة العملة	119
الشكل رقم 15	بداية عملية مبادلة العملة	120
الشكل رقم 16	دفعات الفائدة المدفوعة	120
الشكل رقم 17	نهاية عملية مبادلة العملة	120
الشكل رقم 18	طريقة إبرام وتنفيذ عقود مبادلة السلع	121
الشكل رقم 19	التطور في آليات التنفيذ و التسوية في مختلف الأنظمة	135
الشكل رقم 20	المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع	142
الشكل رقم 21	مراحل المقاصة و التسوية في سوق لندن (LME)	147

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- المراجع المعتمدة باللغة العربية:

- مروان عطون ، الأسواق المالية و النقدية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول ، ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر -، 1993.
- السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر - عمان ، الأردن - ، 2009.
- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية - الإسكندرية. 1998.
- هوشيار معروف و كاكا مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع - عمان ، الأردن - 2003.
- عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية و التطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، سنة 2002.
- صافي أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2012.
- دريد كامل آل شيب، مقدمة في الأدوات المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الأردن، سنة 2007.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية سنة 2002،
- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس للنشر، القاهرة، مصر، 1999.
- محمد عبد السلام؛ التجارة الدولية؛ دار الفكر الجامعي؛ الإسكندرية - مصر؛ الطبعة الثانية؛ 2010.
- أحمد أبو الوفا؛ مبادئ الاقتصاد الدولي؛ دار الجامعة الجديدة؛ الإسكندرية - مصر -؛ الطبعة الأولى؛ 2008.
- عبد العزيز فهي؛ الأسواق المالية وبورصات السلع؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة - مصر -؛ الطبعة الأولى؛ 2005.
- حسين كيرة، القانون التجاري (الجزء الخاص بالأعمال التجارية والبورصات)، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر-، الطبعة السادسة، 2003.
- هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر-، 1999.
- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت - لبنان-، 2001.
- حسن حمدي، دليلك الى البورصة و الاستثمار، دار الكتاب العربي، الطبعة الأولى، 2006.
- سعد بن علي بن تركي الجلعود، سوق السلع الدولية، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض - المملكة العربية السعودية-، 2012.
- محمد عبد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، منظمة المؤتمر الإسلامي، دبي - الامارات العربية المتحدة-، 2005.
- حسن عبد القادر، الأسواق المالية: دراسة تحليلية، دار المسيرة، عمان، 2012.
- عيساني منصور، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة الجزائر 03، 2022-2023،
- موسى حجاب، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، جامعة محمد بوضياف - المسيلة.
- حشايشي سليمة، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، جامعة فرجات عباس - سطيف-1، دون سنة.

قائمة المراجع

- محمد مطر، ادارة الاستثمار: الاطار النظري و التطبيقات العملية، دار وائل للنشر و التوزيع، عما - الأردن،-، الطبعة الأولى، 2006.
- محمد هاني، مطبوعة في مقياس بورصة البضائع، جامعة العقيد محند آكلي - البويرة،-، 2021-2020.
- محمد الجزار، الادخار و الاستثمار و المضاربة في البورصة، دار النفائس - بيروت - لبنان، 1998.
- غالم، إيهام مصطفى، تقلبات أسعار النفط ووسائل التحوط في الأسواق الآجلة. مجلة الاقتصاد التطبيقي والإحصاء، مج 13(2).
- منير ابراهيم هندي، ادارة الاسواق و المنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية - مصر.-
- اتفاقية الأمم المتحدة بشأن عقود البيع الدولي للبضائع CISG لجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي ، - فيينا 1980.
- حسام سيد عبد الرحيم علي، مفهوم الدولية في عقد البيع الدولي للبضائع: دراسة تطبيقية في ضوء اتفاقية فيينا 1980، مجلة جامعة الملك سعود – كلية الحقوق والعلوم السياسية، المجلد 34، العدد 1، سنة 2022.
- هيثم ربيع هادي الحسنوي، محمد علي ابراهيم العامري، أساسيات عقود مستقبلات السلع مع التركيز على عقود مستقبلات النفط الخام، المجلة العراقية للعلوم الادارية، جامعة كربلاء، العدد 21، 2004.
- محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي، 2005.
- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات) ، الدار الجامعية، مصر، سنة 2000.
- فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية و العملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- أشرف إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الاسلامية و النظم الوضعية، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، 2006.
- بلال شيخي، أثر أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية، مجلة مخبر الاصلاحات الاقتصادية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد 08-2010.
- شيخي بلال، محاضرات في بورصة البضائع و المشتقات، جامعة بومرداس، الجزائر، 2024-2025، ص: 71.
- حيرش عبد القادر، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابن خلدون؛ تيارت، سنة 2017-2018.
- بن صوشة ثامر، مطبوعة في مقياس الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابن خلدون؛ تيارت، سنة 2017-2018.
- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، سنة 2003.
- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2002.
- محمد تقي العثماني، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء 1، سنة 1992.
- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية – دراسة حالة بنك BNP PARIBAS،-، مذكرة ماجستير علوم اقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، 2005-2006.

قائمة المراجع

- محمد القري بن عيد، عقود المستقبلات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، سنة 1990.
- لمياء عماني، الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، سنة 2020-2019.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية – المفاهيم، إدارة المخاطر والمحاسبة: الدار الجامعية، مصر، سنة 2001.
- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، سنة 2005.
- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، مرجع سابق.
- محمد الحناوي، نهال فريد عنبر، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد لطفي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، سنة 2007.
- بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، جامعة فرحات عباس- سطيف- الجزائر، سنة 2010-2011.
- محمد الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الإسكندرية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، سنة 2000.
- ربيع هادي الحسنواي و محمد علي ابراهيم العامري، أساسيات عقود مستقبلات السلع مع التركيز على عقود مستقبلات النفط الخام، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد 21، جامعة كربلاء، 2008.
- محمد الحبيب جارية، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السادسة، العدد السادس، سنة 1990.
- علي محي الدين القرة داغي، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، سنة 1999.
- طارق الله خان، حبيب أحمد، ترجمة عثمان بابكر أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، جدة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، سنة 2003.
- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، عمان، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، سنة 2007.
- مؤيد عبد الرحمان الدوري و سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء، الطبعة الأولى، عمان –الأردن- سنة 2012.
- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 1997.
- عبد الوهاب إبراهيم أبو سلمان، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، سنة 1992.
- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2002.
- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية؛ بدون دار نشر، بدون سنة نشر.
- موسى سعيد مطر؛ شقيري نوري موسى و ياسر المومني، الأسواق المالية العالمية و أدواتها المشتقة، طبعة 2002.

قائمة المراجع

- برايان كويل ، مبادلة العملات، ترجمة دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الجيزة – جمهورية مصر العربية-، سنة 2005.
- شقيري نوري موسى؛ إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، سنة 2015.
- شيخي بلال، محاضرات في بورصة البضائع و المشتقات، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2024-2025.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات والأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2018.
- عبد الغفار حنفي، دارة الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2015.
- سعد بن علي بن تركي الجلعود، السوق السلع الدولية، رسالة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2012.
- محمد بن ابراهيم السحبياتي؛ آليات المقاصة و التسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة مقدمة للهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد و التمويل، الرياض.

2- المراجع المعتمدة باللغة الأجنبية:

- Hull, John C, *Options, Futures, and Other Dérivatives*, Pearson Education, 7th Edition, 2009.
- World Bank, *Commodity Markets Outlook, Introduction & Commodity Market Developments*, World Bank Group, Washington, D.C, 2020.
- United Nations Conférence on Trade and Développement (UNCTAD), *Commodities and Développement Report* , United Nations Publications, New York & Geneva, 2019, Chapter 1 and Chapter 2
- United Nations Conférence on Trade and Développement (UNCTAD), op-citChapter 1and Chapter 2
- Fabozzi, Frank J., *Financial Markets and Institutions*, Pearson Education, 5th ed., 2013.
- Fabozzi, Frank J., *Financial Markets and Institutions*, 5e édition., Pearson Education, 2013.
- Liu, J. & Cai, Y, *Hedging versus Speculation in Emerging Commodity Markets: Evidence from China and India. Journal of Business and Economic Options*, 8(4),2025.
- Johnson, L. L, *The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures, Futures Trading*, Palgrave Macmillan,2004.
- Price discovery in agricultural commodity markets in the presence of futures speculation (2017). *Journal of Commodity Markets*, 5.
- Investing.com, "Futures Spécifications," disponible sur le lien suivant: <https://www.investing.com/commodities/futures-specifications>, consulté le: 30.01.2026 à 10:00

- <https://www.cmegroup.com/content/cmegroup/ar/education/courses/introduction-to-futures/learn-about-contract-specifications.html>, consulté le: 30.01.2026 à 10:00
- Schwenzer, I., Fountoulakis, C., & Dimsey, M, *International Sales Law: A Guide to the CISG*, Hart Publishing, 3rd Ed, 2019.
- Chibuikem Dibor Alfred, Mehdi Seradj, Ozioma Onyeibor, *The Effects of International Commodities Trading on Economic Growth from a Developing Economy Perspective: An Evidence of Frequency Domain Causality and ARDL, science development* , volume 6, issue 3, 2025.
- Bohl, M. T., Irwin, S. H., Pütz, A., & Sulewski, C, *The impact of financialization on the efficiency of commodity futures markets. Journal of Commodity Markets*, 2023,
- Francis Clarch, *Management Of Investment*, McGraw, 20 th édition, JAPAN, 2010.
- John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, 1936.
- William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, *Investments*, 6th ed, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1999.
- Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, Houghton Mifflin Company, 2010.
- Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press, 1986.
- Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press, 2000.
- Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W. W. Norton & Company, 2003.
- Donald E. Fischer & Ronald J. Jordan, *Security Analysis and Portfolio Management*, 6th ed., New Delhi: Prentice Hall of India, 2000.
- Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 9th ed, Boston: Pearson, 2010.
- Donald E. Fischer & Ronald J. Jordan, *Security Analysis and Portfolio Management*, 6th ed., New Delhi: Prentice Hall of India, 2000.
- William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, *Investments*, 6th ed., Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1999.
- Michael Ludwig, *Speculation and Its Impact on Liquidity in Commodity Markets, Resources Policy*, Vol. 61, June 2019.
- Martin T. Bohl, Alexander Pütz & Christoph Sulewski, *Speculation and the Informational Efficiency of Commodity Futures Markets, Journal of Commodity Markets*, Vol. 23, September 2021.
- Sophie van Hüllen, *Too Much of a Good Thing? Speculative Effects on Commodity Futures Curves, Journal of Financial Markets*, Vol. 47, January 2020.

- David Alaminos et al., *What is Going on with Studies on Financial Speculation? Evidence from a Bibliometric Analysis*, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 87, 2023.
- Thomas Wimmer et al., *The Impact of Speculation on Commodity Prices: A Meta-Granger Analysis*, *Journal of Commodity Markets*, Vol. 22, 2020.
- López de Prado, M., *Advances in Financial Machine Learning*, Wiley, 2018.
- Kissell, R., *The Science of Algorithmic Trading and Portfolio Management*, Academic Press, 2020.
- Bertrand Jacquillat et Bruno Solnik, *Marchés financiers, gestion de portefeuille*, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 1997.
- Morrissey, B. *Financial Derivates module 3rd Edition*, Securities & Investment Institute, London, 2007.
- John C. Hull, *Options, Futures & Other Derivatives*, Fifth Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2002.
- Josette Reyard, *La Bourse des valeurs mobilières*, 6^{ème} édition, Librairie Vuibert, Paris, 1998 .
- Mondher Bellalah et Yves Simon, *Option, contrats à terme et gestion des risques*, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2003.
- J.P. Gurlaouen, *les nouveaux instruments financiers*, librairie Vuibert, Paris, 1988.
- Frédéric Herbin, Catherine Bailleul, Octave Jokung, Pierre N’Gahane et Armand Colin, *Marchés financiers*, Armand Colin, Paris, 1998 .
- Vautraves-A, *Approches et enjeux de l’évaluation financière*, publication Deloitte, Genève, 2011.
- Hull, J.C; *Options; Futures and other Derivates; Eighth Edition; PEARSON; 2012.*
- Härle, P. *The future of bank risk management; McKinsey Working Papers on Risk.2015.*
- Banque de France, *Instruments Financières, Marches Financières et Infrastructures des Marches Financières , Chapitre n° : 05, 2018 .*
- Henri Bourguinat, *la tyrannie des marchés*, Economica, Paris, 1995.
- ULTRIC ADOM et Guillaume Bouvard et Sophie Nguyen et Razvan Petica, *La gestion du risque de signature les produits dérivés de crédit*, université Panthéon Sorbonne, 2001, disponible sur site : www.vecteur.com
- Kolb, Robert W., & Overdahl, James A., *Futures, Options and Swaps*, 6th ed., Wiley Finance, Hoboken, 2010.
- Fabozzi, Frank J, *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 4th ed., Pearson Education, 2016.
- CME Group, *Introduction to Futures Trading*, Chicago Mercantile Exchange, Chicago, 2021.
- Chance, Don M., & Brooks, Robert, *An Introduction to Derivatives and Risk Management*, 10th ed., Cengage Learning, Boston, 2015.

قائمة المراجع

- London Metal Exchange, *The London Metal Exchange Guide to the LME*, London: LME Publications, 2019.
- LCH Group, *Clearing Services for the London Metal Exchange*, London: LCH Ltd, 2020.
- Bank of England, *The CHAPS Payment System: A Guide*, London: Bank of England, 2021.
- London Metal Exchange, *Warehousing and Physical Market Operations*, London: LME, 2022.

فهرس المحتويات

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
	مقدمة المطبوعة	أ- ت
المحور الأول:	عموميات حول الأسواق المالية	01
أولاً-	تعريف الأسواق المالية	02
ثانياً-	أنواع الأسواق المالية	03
I.	الأسواق النقدية <i>Money Market</i>	04
II.	سوق رأس المال <i>Capital Market</i>	06
أ-	الأسواق الحاضرة أو الفورية <i>Spot Or Cash Market</i>	06
أ- 1.	الأسواق الأولية (أسواق الإصدار) <i>Primary Markets</i>	07
أ- 1-1.	أسواق التمويل المباشر	07
أ- 1-2.	أسواق التمويل غير المباشر	07
أ- 2.	الأسواق الثانوية (أسواق التداول) <i>Secondary Market</i>	07
أ- 2-1.	السوق المنظمة - الرسمية <i>Organized Capital Market</i>	07
أ- 2-2.	السوق غير المنظمة - غير الرسمية <i>Unorganized Capital Market</i>	07
أ- 2-2. 1	السوق الثالثة <i>Third Market</i>	08
أ- 2-2. 2	السوق الرابعة <i>The Forth Market</i>	09
ب-	الأسواق الآجلة (المستقبلية)	09
--	أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة	10
المحور الثاني:	بورصة البضائع؛ أنواعها وإدارتها	10
أولاً-	ماهية بورصة البضائع الحاضرة	13
I.	تعريف بورصة البضائع و السلع الدولية	13
II.	خصائص بورصة البضائع	16
III.	طبيعة بورصة البضائع و أهدافها	16
IV.	الفرق بين بورصات البضائع والأسواق التقليدية	13
V.	المتدخلون في بورصة البضائع	20
1-	الأعضاء الأساسيون	21
2-	الأعضاء المساعدون	21
3-	السياسة (الوسطاء الماليون)	21
4-	بيت التسوية (<i>Clearing House</i>)	22

22	المتعاملون العاديون (Ordinary Traders)	-5
23	أنواع بورصات البضائع	.v
23	أهم بورصات البضائع الدولية	.vi
24	CME Group - الولايات المتحدة الأمريكية	-1
24	Intercontinental Exchange (ICE) - أمريكا/أوروبا USGB	-2
25	London Metal Exchange (LME) - المملكة المتحدة	-3
25	Shanghai Futures Exchange (SHFE) - الصين	-4
26	Dubai Gold & Commodities Exchange (DGCX) - الإمارات	-5
26	Singapore Mercantile Exchange (SMX) - سنغافورة	-6
26	Dubai Mercantile Exchange (DME) - الإمارات	-7
28	أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة	--
29	المحور الثالث: السلع الأساسية - الدولية-	
29	أولاً- مفهوم السلع الأساسية- الدولية-	
30	أ- تعريف السلع الأساسية - الدولية- و بورصة السلع	
30	ثانياً- الغرض من التعامل في السلع الأساسية- الدولية-	
30	1- المضاربة Spéculation	
31	2- التجارة Trade	
31	3- التحوط Hedging	
31	4- الاستثمار طويل الأجل	
31	5- اكتشاف الأسعار Price Discovery	
32	6- تأمين التوريد واستقرار الإمدادات	
32	7- تنويع المحافظ الاستثمارية	
32	8- الحماية من التضخم	
32	ثالثاً- مواصفات السلع الأساسية- الدولية-	
33	-- تجانس وحدات السلعة- السلع المتماثلة- Homogeneity	
33	-- القابلية للترتيب - التنيط-	
33	-- كبر حجم التعامل	
33	-- غير قابلة للتلف السريع	
33	-- أن تكون في صورتها الأولية	

33	القابلية للقياس <i>Measurability</i>	--
33	الوحدة القياسية <i>Standardization</i>	--
33	النذرة؛ الأهمية و الطلب العالمي <i>Global Demand</i>	--
34	البيوع الدولية	رابعاً-
35	تعريف البيوع الدولية	1-
35	خصائص البيوع الدولية	2-
36	أنواع البيوع الدولية	3-
36	البيوع الدولية حسب طبيعة السلعة	I.
36	البيوع الدولية حسب طريقة التنفيذ	II.
37	البيوع الدولية حسب طريقة الدفع	III.
37	البيوع الدولية حسب طبيعة الصفقة	IV.
38	البيوع الدولية حسب شروط التسليم <i>INCOTERMS</i>	V.
38	البيوع الدولية حسب الغرض من الصفقة	VI.
39	الفرق الأساسي بين السلع الدولية والبيوع الدولية	خامساً-
39	التعاقد على السلع الأساسية - الدولية -	سادساً-
43	العوامل المحركة لأسعار السلع الأساسية - الدولية -	سابعاً-
45	آثار التعامل بالسلع الأساسية - الدولية -	ثامناً-
48	أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة	--
49	كفاءة السوق المالية الدولية	المحور الرابع:
50	مفهوم كفاءة السوق المالية الدولية	1-
51	خصائص السوق الكفوة	2-
52	الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية	3-
52	الكفاءة الكاملة	1-3-
52	الكفاءة الاقتصادية	2-3-
54	صنع كفاءة السوق المالية الدولية	4-
54	الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية	أولاً-
55	الصيغة المتوسطة (شبه القوية) لكفاءة سوق الأوراق المالية	ثانياً-
55	الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية	ثالثاً-
56	متطلبات كفاءة سوق المال الدولية	5-

56	أولا-	الكفاءة التسعيرية
57	ثانيا-	الكفاءة التشغيلية
57	ثالثا-	الكفاءة التخصيصية
57	رابعا-	الكفاءة الهيكلية
57	خامسا-	الكفاءة التنظيمية
58	سادسا-	الكفاءة الفنية (التقنية)
58	6-	خصائص الأسواق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية
58	I.	السيولة
58	II.	استمرارية السعر
58	III.	عمق السوق واتساعه
59	IV.	شمولية السوق
59	V.	حيوية السوق
59	VI.	كفاءة المعلومات أو التسعير
60	--	أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة
61	المحور الخامس: المضاربة في سوق البضائع و المشتقات	
62	أولا-	مفهوم المضاربة من الناحية الاقتصادية
62	1-	تعريف المضاربة من الناحية الاقتصادية
63	2-	خصائص المضاربة
63	-	سرعة حركة التداول
64	-	قيام المضاربة على المخاطرة
64	-	تقلب الأسعار باستمرار
64	-	التعامل بكميات كبيرة و التحكم في الأسعار
64	-	اللجوء الى أساليب مالية مخوفة بالمخاطر
65	3-	أنواع المضاربة
65	-	من حيث المدة الزمنية
65	-	من حيث طبيعة الآداة محل التعامل
66	-	من حيث درجة التنظيم و المشروعية السوقية
66	-	من حيث اتجاه توقع حركة الأسعار
67	4-	الأهمية الاقتصادية للمضاربة

67	1-	زيادة سيولة الأسواق
67	2-	تسهيل اكتشاف الأسعار <i>Price Discovery</i>
68	3-	تحفيز الاستثمار و الأنشطة الاقتصادية
68	4-	اعادة توزيع المخاطر
68	5-	تحفيز الابتكار المالي
68	6-	التأثير على الاقتصاد الكلي
68	5--	المخاطر المرتبطة بمفهوم المضاربة
68	1-	مخاطر تقلب الأسعار
69	2-	مخاطر الخسارة السريعة
69	3-	مخاطر الرافعة المالية
69	4-	المخاطر النفسية و السلوكية
69	5-	مخاطر نقص المعلومات أو المعلومات المضللة
70	6-	مخاطر السيولة
70	7-	المخاطر القانونية و التنظيمية
70	8-	مخاطر التكنولوجيا و الأنظمة
71	6--	مدى تأثر المضاربة في البورصة بالذكاء الاصطناعي
71	1-	تسريع عملية اتخاذ القرار
71	2-	تحسين دقة التنبؤ بحركة الأسعار
71	3-	الاعتماد على التنبؤ الخوارزمي
71	4-	تحليل الأخبار و المشاعر <i>Sentiment Analysis</i>
72	5-	زيادة المنافسة و عدم تكافؤ الفرص
72	6-	زيادة التقلبات و المخاطر النظامية
72	7-	الأبعاد الأخلاقية و التنظيمية
73	—	أسئلة للفهم و ترسيخ المعارف المكتسبة
74		المحور السادس: العقود الآجلة و عقود المستقبلات في بورصة البضائع و المشتقات
75	1-	العقود الآجلة و العقود المستقبلية
76	1.1.	ماهية العقود الآجلة
76	1.1.1.	تعريف العقود الآجلة
76	2.1.1.	أنواع العقود الآجلة

76	أ- العقود الآجلة للعملات و لأسعار الصرف
77	ب- العقود الآجلة لأسعار الفائدة
77	ج- العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم
77	3.1.1. أركان العقود الآجلة
77	4.1.1. سمات ومميزات العقود الآجلة
78	5.1.1. مميزات خاصة لهذا النوع من العقود المشتقة (الآجلة و المستقبلية)
78	2.1. ماهية العقود المستقبلية وتعريفها
78	أولا- ماهية العقود المستقبلية
79	ثانيا- تعريف العقود المستقبلية
80	1.2.1. نشأة أسواق العقود المستقبلية
81	2.2.1. المتعاملون في سوق العقود المستقبلية
83	3.2.1. أركان العقود المستقبلية
83	4.2.1. أنواع العقود المستقبلية
83	أ- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة
83	ب- عقود مستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق
84	2- أوجه التشابه و الاختلاف بين سوق العقود المستقبلية و السوق الحاضر
85	3 - تسوية العقود المستقبلية
86	4- سمة الرفع المالي في العقود المستقبلية
86	5- شروط وسمات التعامل في العقود المستقبلية
92	6- استراتيجيات التغطية باستخدام عقود المستقبلات
96	7- حدود التغطية باستخدام العقود المستقبلية ومخاطرها
97	8- الرموز القياسية للإشارة الى العقود المتداولة في البورصات السلعية
100	-- أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة
101	المحور السابع: عقود الخيارات وعقود المبادلات في بورصة البضائع و المشتقات
102	1. عقود الخيارات Options
102	1.1. تاريخ وتطور أسواق الإختيار - الخيار-
102	2.1. ماهية عقد الخيار
104	3.1. أنواع عقود الخيارات
109	4.1. العوامل المؤثرة في تحديد أسعار عقود الخيارات

110	5.1. صور خاصة من عقود الخيارات
111	2. أوجه المقارنة بين عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة
114	3. عقود المبادلات (المقايضات) <i>SWAPS</i>
114	1.3. تعريف عقد المبادلات
114	2.3. أنواع عقود المبادلات
123	3.3. حالات خاصة من العقود "عقود الجيل الثاني"
127	4.3. أهمية عقود المبادلات في الأسواق المالية
128	-- أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة
129	المحور الثامن: المقاصة و التسوية في بورصة البضائع و المشتقات
130	أولا- الاطار المفاهيمي لعمليتي المقاصة و التسوية
130	1. مفهوم المقاصة <i>Clearing</i>
130	2. مفهوم التسوية <i>Settlement</i>
130	ثانيا- البنية المؤسسية لغرف المقاصة وآلية الإحلال القانوني (<i>Novation</i>)
130	1. البنية المؤسسية لغرف المقاصة
131	2. آلية الإحلال القانوني
132	ثالثا- مراحل المقاصة (<i>Clearing Process</i>)
135	رابعا- المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع (قبل المقاصة و التسوية)
143	خامسا- مراحل المقاصة و التسوية في سوق لندن للمعادن
148	-- أسئلة للفهم وترسيخ المعارف المكتسبة
149	خاتمة المطبوعة
--	قائمة الجداول
--	قائمة الأشكال
157-151	قائمة المراجع
164-158	الفهرس