



جامعة العقيد أكلبي معتمد أولحاج بالبويرة.
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية
وعلوم التسيير.

قسم العلوم الاقتصادية.

محاضرات في مقياس بورصة البضائع

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، تخصص: تجارة دولية وإمداد

إعداد الأستاذ:

د. محمد هاني

السنة الجامعية 2020 - 2021



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

محاضرات في مادة

"بورصة البضائع"

جامعة العقيد ألكي محمد أولحاج ب البويرة - الجزائر

إعداد:

د. محمد هاني

مطبوعة علمية محكمة، موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، تخصص: تجارة دولية وإمداد
تمت إجازتها من المجلس العلمي لكلية العلوم الإقتصادية، جامعة البويرة

الفهرس

الصفحة	التعيين
I	الفهرس
I	قائمة الجداول
I	قائمة الأشكال
أ	المقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري للسوق المالية، وموقع بورصة البضائع فيها
01	تمهيد
02	أولاً: تعريف التمويل والأنظمة التمويلية وأنواعها.
02	1. تعريف التمويل والقطاع التمويلي
02	2. تعريف النظام المالي
02	3. أنظمة التمويل
05	ثانياً: مصطلحات وتعريف ضرورية.
06	ثالثاً: هيكل السوق المالي.
06	ثالثاً – 1. السوق الأولي
08	ثالثاً – 02: آلية سير عملية الإصدار في السوق الأولي.
08	1. أنواع الطرح في السوق الأولي.
09	2. مراحل طرح الأوراق المالية في السوق الأولي.
10	3. أنواع الأسهم و/أو السندات المطروحة في الاكتتاب
11	ثالثاً – 02 السوق الثانوي
14	ثالثاً – 03 أنواع البورصات
15	رابعاً: الخلفية التاريخية للبورصة، شروطها ووظائفها.
15	1. الخلفية التاريخية للبورصة
16	2. شروط قيام أسواق الأوراق المالية (البورصة)
18	3. وظائف البورصة
20	الفصل الثاني: الإطار النظري لبورصة البضائع، والسلع الدولية
20	تمهيد
20	أولاً: الإطار النظري لبورصة البضائع.
20	1. الخلفية التاريخية لبورصة البضائع

21	2. تعريف بورصة البضائع
22	3. الفرق بين بورصة البضائع والأسواق التقليدية العادية
22	4. المتدخلون في بورصة البضائع
24	5. الوثائق الرسمية المطلوبة في بورصة البضائع
25	ثانيا: البضائع الدولية المسعرة في بورصة البضائع
25	1. تعريف البضائع الدولية
26	2. آلية تسعير البضائع الدولية
27	3. الغرض من التعامل بالبضائع الدولية
29	الفصل الثالث: الوسطاء الماليون في البورصة
29	تمهيد
29	أولاً: تعريف الوسطاء الماليون.
31	ثانياً: أنواع الوسطاء الماليون.
32	ثانياً: - 01: الوسطاء في السوق الأولي.
37	ثانياً - 02: شروط ممارسة مهنة الوساطة في البورصة (السوق الثانوي)، وأهم أنواع الوسطاء فيها.
37	1. شروط ممارسة مهنة الوساطة في البورصة
38	2. أنواع الوسطاء الماليون في البورصة
42	الفصل الرابع: العقود الأصلية المتداولة في بورصة البضائع
42	تمهيد
43	أولاً: تعريف العقود الأصلية.
44	ثانياً: أنواع العقود الأصلية المتداولة في بورصة البضائع.
44	ثانياً - 01: عقد الشراء بكامل الثمن.
46	ثانياً - 02: عقد الشراء بالهامش " بجزء من الثمن - Margin Buying".
52	ثانياً - 03: البيع على المكشوف.
56	الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع
56	تمهيد
57	أولاً: الإطار النظري لعقود المشتقات المالية

57	1. الخلفية التاريخية لعقود المشتقات المالية
57	2. تعريف عقود المشتقات المالية
59	3. خصائص عقود المشتقات المالية
60	4. الفرق بين العقود المشتقة والعقود الأصلية في بورصة البضائع
60	5. أهمية العقود المشتقة (الغرض من استخدامها)
62	6. مبررات استخدام المشتقات المالية
62	7. المستخدمون للمشتقات المالية
64	الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع (عقود الخيار)
64	تمهيد
64	1. الخلفية التاريخية لعقود الخيار
65	2. تعريف عقود الخيار
65	3. عناصر عقد الخيار
66	4. خصائص عقود الخيار
67	5. محددات عقود الخيار
69	6. أنواع عقود الخيار
69	a. معيار ملكية الأصل
70	b. معيار تاريخ الإستحقاق لتنفيذ العقد
71	c. معيار طبيعة الصفقة
80	الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في البورصة (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات).
80	تمهيد
80	أولاً: العقود الآجلة.
80	1. تعريف العقود الآجلة
81	2. المتعاملون بالعقود الآجلة
81	ثانياً: العقود المستقبلية.

82	1. تعريف العقود المستقبلية
84	2. أنواع العقود المستقبلية
84	ثالثا: عقود المبادلات SWAP
84	1. تعريف عقد المبادلة
85	2. الغرض من إستخدام عقود المبادلات
86	الفصل السادس: مؤشرات البورصة، القراءة، البناء والتحليل.
86	تمهيد
86	1. تعريف مؤشر البورصة
87	2. إستخدامات مؤشر البورصة
88	3. قراءة في شاشة التداول للبورصة (بورصة دبي – الشاشة حقيقية)
90	أولا قراءة المؤشر (الرقم 01 في الشاشة)
90	ثانيا شريطة المعلومات (الأرقام من 02 إلى 11)
92	ثالثا: التمثيل البياني لمؤشر السوق (الرقم 12 في الشاشة)
92	رابعا: المؤشرات القطاعات (الرقم 13 في الشاشة)
92	خامسا: الرموز في أقصى يسار الشاشة (الرقم 14 في الشاشة)
93	سادسا: قراءة في الجزء السفلي من الشاشة (الرقم 15 من الشاشة)
95	سابعا: بناء مؤشر البورصة.
95	1. شروط بناء المؤشر
96	2. حساب المؤشر
98	قائمة المراجع

قائمة الجداول

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
15	الفروقات الجوهرية بين البورصات	01 - 01
22	الفرق بين بورصة البضائع والأسواق التقليدية العادية	01 - 02
25	أهم الوثائق المطلوبة في بورصة البضائع	02 - 02
60	الفرق بين العقود المشتقة والعقود الأصلية في البورصة	01 - 05
68	محددات سعر الخيار، وتأثيرها على خيار البيع وخيار الشراء.	02 - 05
71	الفرق بين عقود الخيار وفق معيار تاريخ الإستحقاق.	03 - 05
72	حالات التنفيذ وعدم التنفيذ لعقد خيار شراء خيار الشراء	04 - 05
74	حالات التنفيذ وعدمك التنفيذ لعقد خيار بيع خيار الشراء	05 - 05
76	حالات التنفيذ وعدم التنفيذ لعقد خيار شراء خيار البيع	06 - 05
78	حالات التنفيذ وعدم التنفيذ لعقد خيار بيع خيار البيع	07 - 05
83	مقارنة بين أهم عقود المشتقات المالية، العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيار	08 - 05
89	صورة حقيقية لشاشة التداول لبورصة دبي الدولية	01 - 06
96	بيانات أسعار وكمية الأسهم في البورصة (إفتراضي).	02 - 06

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
12	هيكل السوق المالي.	01 - 01
68	محددات عقود الخيار	01 - 05
68	أنواع عقود الخيار.	02 - 05
73	تمثيل بياني لعقد شراء خيار الشراء	03 - 05
75	تمثيل بياني لعقد بيع خيار الشراء	04 - 05
77	تمثيل بياني لعقد شراء خيار البيع	05 - 05
79	تمثيل بياني لعقد بيع خيار البيع	06 - 05
79	عقود الخيار وفق معيار طبيعة الصفقة وصاحب الحق والالتزام.	07 - 05

المقدمة

توطئة:

يعتبر مقياس الأسواق المالية، وما تفرع عنه من مقاييس ذات التخصص الدقيق، مثل مقياس بورصة البضائع، ومقياس الأسواق المالية الدولية البوابة الرئيسية للدخول إلى عالم التمويل وأنظمتها المختلفة والمعقدة، كما تعد مفتاحا للطالب من أجل الولوج رويدا رويدا إلى مقياس الأسواق المالية والبورصات، كما يعد مقياسا مساعدا على فهم العديد من المقاييس الأخرى ذات التقاطعات المنهجية من حيث الموضوع مع هذا المقياس.

وعليه فإننا في هاته المطبوعة، حاولنا قدر الإمكان، التركيز على أهم المصطلحات ومن ورائها المواضيع ذات الأهمية الكبيرة والمباشرة، التي يجب على الطالب الإلمام بها، فالأسواق المالية عموما، والبورصات مهما كان تخصصها وموضوع تداولها خصوصا، تحتاج إلى أدوات تحليل ومؤشرات قياس، كل هذا بعد إتقان قراءة المؤشرات والمصطلحات الخاصة بها، حتى يستطيع الطالب الإلمام بالإطار النظري للمقياس، ومن بعده المؤشرات الإحصائية والصيغ الرياضية التي تشكل رافدا من روافد فهم المقياس تطبيقيا، وهو ما نركز عليه في مطبوعتنا هاته.

قد يجد المتصفح لهذه المطبوعة ما يوحي بعدم التوحيد لطريقة عرض العناصر وتسلسلها، وهذا راجع للضرورة المنهجية التي يقتضيها كل فصل على حدى، فالفصول النظرية تحتاج إلى عرض منهجي يقوم على المنهج الوصفي والمنهج التاريخي، أما الفصل التطبيقي مثل فصل عقود المشتقات وفصل مؤشرات البورصة فتختلف منهجية عرض عناصره، إلا أن منهجية العرض موحدة على كل الفصول، مع إختلاف هنا وهناك بما تقتضيه مرونة المنهجية العلمية في طرح وعرض العناصر لكل فصل.

المنهج المتبع في المطبوعة:

في هذه المطبوعة، نتبع المنهج العلمي في تحديد أهم المصطلحات العلمية التي تخص مقياس الأسواق المالية مع التركيز على بورصة البضائع، وذلك على النحو الآتي:

1. نتبع في هذه المطبوعة المنهج العلمي التاريخي عند التطرق للخلفية التاريخية لكل موضوع مثل ظهور البورصة والمشتقات المالية وغيرها، مع تهذيب هنا أو تعديل هناك تقتضيه الضرورة المنهجية للطرح.



2. كما استخدمنا المنهج الوصفي لتحديد الإطار النظري لكل موضوع على حدى، من تعاريف وخصائص في حدود ما يتطلبه تحديد المعنى المراد توصيله للقارئ المبتدئ في موضوع الأسواق المالية عموما والبورصات خصوصا، إلا أننا بذلنا جهدنا ما أمكننا ذلك إلى تطوير والأخذ بالتعاريف والمصطلحات الحديثة، مبتعدين ما وسعنا ذلك عن التعاريف والمصطلحات الفضفاضة ذات الدلالات المختلفة، والتي يجد الطالب صعوبة في تحديد التعريف الجامع والمانع للظاهرة محل الدراسة بدقة.

3. نتطرق في هذه المطبوعة إلى الأنظمة التمويلية وفق ظهورها تاريخيا، بداية من النظام التمويلي غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر (البورصات) ونحن نتطرق إليها في سياقها التاريخي، وليس في تفاصيل نظرياتها المتطورة والمتلاحقة حتى داخل النظام الاقتصادي الواحد، وهذا ما فرضته الضرورة المنهجية كمدخل فرضته الضرورة حتى نبين بدقة موقع البورصات من الأنظمة التمويلية، ونركز بعد ذلك على موقع بورصة البضائع من هذا كله.

4. إستخدمنا قدر الإمكان التمثيلات البيانية والجداول الإحصائية، إلا أننا نوردنا عند الضرورة من أجل سد الثغرات المنهجية التي يتطلبها الموضوع، أو من أجل توضيح وتدعيم الموضوع المدروس وتبيين تأثيره من خلال الأرقام والتمثيلات البيانية، ولا نخوض في التحليلات العددية كثيرا، لأن التداول على مستوى البورصات يحكمه السلوك الإنساني الواعي، والذي لا يمكن أن يكون رشيدا وعقلانيا في كل الأوقات عند التداول داخل البورصة.

5. نورد في عديد الفصول خلاصة دون فصول أخرى، وهذا لا يخجل بالمنهجية العلمية لتوحيد المنهجية المتبعة في الفصول، وإنما القصد منها هو إضافات لها أهمية خاصة بذلك الفصل لا يمكن إدراجها في متن الفصل، وهي في أغلبها نتائج وآراء لمؤلفين سابقين وجب التنويه لها.

بالنسبة لمواضيع المطبوعة فإننا حاولنا ما أمكننا ذلك صياغة المواضيع بسلاسة وبساطة، تبتعد في ذات الوقت عن تلك المعتادة في الكتب والمراجع المتداولة (والتي تكون في عديد المرات خاطئة في عديد المراجع)، كما حاولنا قدر الإمكان طرح الأفكار بعيدا عن طرح المؤلفين غيرنا، حتى لا تعدو كونها حشوا للصفحات، أو تكرار لما هو موجود في المراجع الأخرى مع إعادة تغليف للأفكار بغلاف جديد.

المقدمة:

بناءً على ما سبق، فإننا نضع هذه المطبوعة بين يدي القارئ من طلبة وأساتذة ومثقفين، آمليين أن تسد ولو القليل من ذلك الفراغ الذي تحتاجه المكتبة العربية في موضوع الأسواق المالية عموماً والبورصات بصفة خاصة.

والله من وراء القصد

د. محمد هاني

الفصل الأول:

الإطار النظري للسوق المالية، وموقع
بورصة البضائع فيها

تمهيد:

شكلت بورصة الأوراق المالية واجهة البورصات باختلافها، فبمجرد ذكر مصطلح البورصة، يتبادر للذهن بورصة الأوراق المالية، والتي تعرف أيضا بالسوق المالية، لكنها لا تعدو كونها واحدة من بورصات كثيرة من حيث موضوع الأصول المتداولة فيها، وعليه وقبل التطرق للبورصة بصفة عامة (البورصات الأربعة)، نتطرق لأنظمة التمويل في الإقتصاد، بهدف إبراز موقع البورصة في هذا النظام التمويلي أو ذلك، حتى يسهل على الطالب تمييز النظم التمويلية، وتمييز البورصة كذراع تمويلية في الإقتصاد، إضافة إلى طبيعة عمل البورصة من حيث موضوع نشاطها.

نشير هنا إلى أن موضوع التمويل لا يهمنا من قريب أو من بعيد، إلا بقدر ما نبين فيه موقع البورصة من النظام التمويلي، كما نتطرق لتعريف التمويل والقطاع المالي والنظام المالي، للضرورة المنهجية.

أولاً: تعريف التمويل والأنظمة التمويلية وأنواعها.

نقوم بتعريف التمويل، ثم نتطرق لتعريف القطاع التمويلي، لتتطرق بعدها لأنواع الأنظمة التمويلية، تمهيدا لتبيان موقع بورصة البضائع في هاته الأنظمة التمويلية، وذلك على النحو الآتي:

1. تعريف التمويل والقطاع التمويلي: يمكننا تعريف التمويل على النحو الآتي:

❖ يمكن تعريف التمويل: على أنه "الحصول على الأموال اللازمة (يركز على الجانب النقدي فقط)، في الوقت المناسب، وبالقدر الكافي، للتنفيذ مشاريع استثمارية أو تطويرها"¹.

❖ كما يمكن تعريف التمويل على أنه: "الحصول على الأموال بغية استخدامها في تشغيل أو تطوير المشروع، إضافة إلى تحديد المصدر الأمثل للتمويل، من خلال المفاضلة بين عدة عناصر متاحة، بدراسة العائد والتكلفة"².

❖ القطاع المالي: وهو يضم البنوك والمؤسسات المالية وصناديق الثروة السيادية والكيانات المالية الاستثمارية وغيرها، بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية (البورصة)، يمثل هذا القطاع محرك الاقتصاديات باختلاف أنظمتها وايدولوجياتها، من خلال توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي.

2. تعريف النظام المالي: يعرف النظام المالي بأنه "مجموعة القوانين المنظمة لأعمال البنوك التجارية والمؤسسات المالية والأسواق المالية العاملة في اقتصاد معين في فترة زمنية محددة".

كما يمكن تعريفه بأنه: مجموعة المؤسسات والأسواق المالية التي تضمن تحويل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، من خلال كافة الآليات التي تضمن تبادل وحيازة الأصول والأدوات المالية المختلفة"³.

سمي نظام مالي لأنه ينظم العلاقة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي في الاقتصاد، لتمويل الدورة الاقتصادية، وعليه فالنظام المالي يضم مجموعة المؤسسات التمويلية في الاقتصاد، إضافة إلى القوانين المنظمة للعلاقة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.

3. أنظمة التمويل: في أي اقتصاد مهما كان تطوره، أو خلفيته الفكرية، إلا وله نظامي تمويل، نذكرهما على النحو الآتي:

¹ بخزار يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003، ص13.

² احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر 2008، بتصرف.

³ خير الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، مطابع الولاء الحديثة، مصر 2002، ص21.

a. نظام التمويل غير المباشر: وهو النظام الذي يعتمد على الجهاز المصرفي، ويكون التمويل فيه من خلال الإئتمان، وتسمى الإقتصديات التي تعتمد على هذا النظام في التمويل، باقتصديات الإستدانة. سمي نظام التمويل غير المباشر بهذا الإسم لأن العلاقة ما بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي غير مباشرة، فيكون البنك وسيطا بينهما، بحيث لا يعرف صاحب الأموال من هو المقترض، ولا المقترض يعرف من هو صاحب الأموال.

أهم ما يميز هذا النظام هو إنخفاض المخاطر لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة المالية كالبنوك التجارية وشركات التأمين والمؤسسات المالية المتخصصة وغيرها، فالمقرض والمقترض تكون لديهما مرونة في تجنب مخاطر الأصول المالية المتداولة في هذا النظام والتي تتميز بسيولتها العالية¹.

يطلق على هذا النظام التمويلي مصطلح سوق النقد، لأن أصوله المالية تتميز بالقدرة على التسييل بسهولة وسرعة، ودون خسارة في قيمتها الإسمية، كما يسمى بسوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل لأن أغلب أصوله يتم تداولها في الأجل القصير.

❖ ما نضيفه هنا، أن نظام التمويل غير المباشر له مزايا أساسية هي:

✓ **القدرة على تعبئة المدخرات الصغيرة:** فالبنوك التجارية تقبل المدخرات مهما كانت

مبالغها صغيرة، في يسمى بحسابات التوفير؛

✓ **توزيع المخاطر:** تعمل البنوك التجارية في هذا النظام التمويلي على تنويع الاستثمار في

القروض، من خلال تنويع وجهتها، فمن الفلاحة إلى الصناعة، ومن السياحة إلى القطاع

المالي وغيرها، كما تتنوع القروض داخل القطاع الواحد، وهذا ما يضمن توزيع المخاطر، فقد

يربح في قرض ويخسر في آخر، إلا أن التنويع في مجالات القروض يضمن تجنب المخاطرة.

❖ من جهة أخرى، فإن نظام التمويل غير المباشر له مساوئ هي:

✓ **من جانب المدخرين:** هناك العديد من المساوئ لهذا النظام في تعامله مع المدخرين، أهمها

عدم الثقة في الجهاز المصرفي، إضافة إلى قلة الوعي المصرفي، وعدم القدرة على التعاملات

المصرفية، ناهيك عن الجانب الديني الذي يشكل ملزمة رجعية قد تسحق النظام المصرفي

برمته؛

¹ محمود محمد الداغر، مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق، الأردن 2005، ص.ص 41، 42.

✓ من جانب المقترضين: في جانب المقترضين تشكل العراقيل الإدارية والمماطلة في منح القروض الهاجس الأكبر لدى المستثمرين، فالعراقيل الإدارية ترفع من التكلفة، وتحد من الربح فهي تضع الفرص الإستثمارية، ناهيك عن المخاطر المرتفعة في بعض القروض¹.

b. نظام التمويل المباشر: يعتمد هذا النظام على تحويل المدخرات من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي مباشرة ودون وسيط بينهما، ويتم ذلك عبر ما يسمى بالأسواق المالية "البورصة"، وتعرف الإقتصديات التي تعتمد هذا النمط من التمويل بإقتصديات الأسواق المالية، والتي تكون البورصة أهم الأذرع التمويلية في الإقتصاد.

سمي نظام التمويل المباشر بهذا الإسم لأن العلاقة ما بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي مباشرة، بحيث يعرف صاحب الأموال من هو المقترض، والمقترض يعرف من هو صاحب الأموال، ويكون ذلك عبر اختيار الأصول التي تطرحها المشاريع الإقتصادية، والتي يشتريها أصحاب الفائض المالي، وبالتالي فالعلاقة بينهما تكون مباشرة ودون وسيط.

يطلق على هذا النظام التمويلي مصطلح سوق الأوراق المالية، وهو يتميز بأن أصوله المالية تتميز بالقدرة على التسييل بسهولة وسرعة إذا كان السوق عميقا وواسعا، وقد تكون هناك خسارة في قيمتها الإسمية أو ربح، كما يسمى بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل لأن أغلب أصوله يتم تداولها في الأجل الطويل فالأسهم مدتها 99 سنة وهو عمر الشركة القانوني.

❖ ما نضيفه هنا، أن نظام التمويل المباشر له مزايا أساسية هي:

القدرة على تعبئة المدخرات المتناهية في الصغر: فالشركات عند طرح أسهمها في السوق الأولي أو في البورصة، تعمل على تصريف أقصى قدر من الأسهم والسندات دون التمييز في حجم الأموال المقدمة، وأحسن مثال على ذلك، طرح شركة اليانس للتأمينات في الجزائر لأسهمها، فقد حددت القيمة الأدنى ب 6 أسهم بسعر 800 دج للسهم، وهو مبلغ صغير جدا ويشجع على الادخار.

❖ إنعدام الوسيط: يعمل على تقليل التكلفة.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2006، ص.ص 260 - 263 بتصرف

❖ معرفة أصحاب الفئات المالي لأصحاب العرض المالي يمكن المستثمر من تقدير أفضل للمخاطر.

❖ انخفاض تكلفة التمويل مقارنة بنظام التمويل غير المباشر.

من جهة أخرى، فإن نظام التمويل المباشر له مساوي¹ هي:

✓ عدم تقابل المعلومات، وتوفرها لدى الأعوان الاقتصاديين في نفس الوقت وبنفس الدقة، يشكل خطر على المدخرين والمستثمرين معا.

✓ مع تطور الفنون المالية، تعقدت الأصول المتداولة على مستوى الأسواق المالية، وبالتالي صَعَبَتْ على المستثمرين إستيعابها، وعليه فقد يحجم المستثمر عن الدخول و إلى البورصة من اجل الاستثمار فيها

ملحوظة:

يشكل نظامي التمويل السابقين ما يعرف بالدائرة التمويلية، أو أحيانا بأقل دقة الدائرة النقدية في الإقتصاد، وفي أي اقتصاد مهما كان تطوره، وخلفيته الفكرية والايديولوجية، فإنه يتكون من الدائرة التمويلية، والدائرة الحقيقية التي تضم السلع والخدمات، إلا أنه لنمو الدائرة الحقيقية، يجب أن تكون الدائرة التمويلية قادرة على توفير التمويل بالقدر الكافي وفي الوقت المناسب، مع تقدير أفضل للمخاطر، إلا أننا نشير هنا إلى أننا سنتبع مصطلح السوق المالي، والذي يضم النظامين معا، ولا تقتصر على مفهوم السوق المالي على سوق الأوراق المالية، الذي ندعوه هنا بالبورصة.

ثانيا: مصطلحات وتعريفات ضرورية.

قبل التطرق للأسواق المالية بكل مكوناتها وفروعها، وآليات عملها وغير ذلك، وجب أن نتطرق إلى تحديد بعض المفاهيم والتعاريف والمصطلحات، التي نراها ضرورية في متن البحث فيما بعد، وذلك تفاديا للخلط بين المفاهيم والمكونات في السوق المالية، هاته التعاريف والمصطلحات نوردتها على النحو الآتي:

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، اوراق بورصات، دار الشروق، الأردن 2005، ص40-41.

1. **تعريف السوق:** تطور تعريف السوق بتطور تكنولوجيا الإعلام والاتصال، والممارسات في الحياة الاقتصادية وتشعبها وتعقدتها، فقديمًا تم تعريف السوق على أنه "مكان إلتقاء أصحاب العرض بأصحاب الطلب، من اجل تبادل السلع والخدمات".
- أما حديثًا فيتم تعريفه على أنه "مكان*، أو نظام**، أو آلية التقاء أصحاب العرض مع أصحاب الطلب، من اجل تبادل السلع والخدمات".
2. **السوق المالية:** هي "مكان، أو نظام، أو آلية التقاء أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، من أجل التمويل"، وهي تضم كل ما من شأنه توفير التمويل، من مؤسسات وقوانين، وأنظمة الكترونية، وفروع في رقعة جغرافية محددة، وقد يطلق عليها السوق التمويلية¹، وهي تضم الجهاز المصرفي، والبورصة، والمتعاملين فيهما، ويتم فيها تداول كل أنواع وأدوات التمويل، ولا يقتصر مصطلح السوق المالية على "سوق الأوراق المالية - البورصة" فقط.
3. عند ذكر مصطلح **السوق الثانوي**، يتبادر إلى الذهن أنها البورصة، ونشير هنا إلى أن البورصة هي سوق ثانوي فعلا، ولكنها جزء من كل، فالسوق النقدي له سوق ثانوي خاص به، والسوق الثالث والسوق الرابع هي أسواق ثانوية وهي تختلف عن البورصة كليًا فهي مكونات إلى جانب البورصة.

ثالثًا: هيكل السوق المالي.

يضم السوق المالي مكونين هما **الجهاز المصرفي**، والذي يشكل في جزء من أعماله **السوق الأولي** بالنسبة للبورصة، ويضم **السوق الثانوي** والذي تشكل **البورصة** أحد مكوناته، وعليه نفصل فيهما على النحو الآتي:

* قد يكون المكان مقر شركة، أو أسواق يومية في مكان محدد.

** أصبحت الأنظمة الالكترونية تشكل سوقا في حد ذاتها، فالتجارة الإلكترونية على الانترنت، هي مجرد نظام، يقوم بعرض السلعة، ويقوم المشتري بالدفع إلكترونيا، دون معرفة صاحب البضاعة أو التقاء به.

¹ Addison Frederics, mishkin, the economic of money banking and financial market, edition 6, Wesley, USA2001page 3.

ثالثا - 1. السوق الأولي: وهو الذي يكون الجهاز المصرفي بكل مؤسساته من بنوك تجارية ومؤسسات مالية ومؤسسات التأمين والصناديق السيادية وغيرها مسرحا له، وهو سوق أولي بالنسبة للبورصة، وسمي أوليا لأن الأوراق المالية تطرح للإكتتاب فيه لأول مرة، يسمى أيضا سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل غالبا، وهو يضم عدة أسواق جزئية، نذكرها على النحو الآتي:

a. سوق رؤوس الأموال: وهو يشمل التعامل بالأصول المالية قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، والموجهة للإستثمار، والدورة التشغيلية في المشاريع الإستثمارية، وتكون متفاوتة المدة، هو يضم القروض، والأصول المالية الأخرى التي يتم تداولها حصرا في هذا السوق، كشهادات الإستثمار وشهادات الإيداع وغيرها، كما يضم الأسهم والسندات التي تطرح للبيع لأول مرة، وبذلك فهو (سوق رؤوس الأموال) يشكل السوق الأولي للبورصة في الأسهم والسندات؛

b. سوق النقد: وهو السوق الذي يتم فيها التعامل بالائتمان قصير الأجل، ولا يمثل سوقا أوليا للبورصة، وتختلف عن سوق رؤوس الأموال من حيث طبيعة الأصول المتداولة، فأصوله قصيرة الأجل، تصل إلى 24 ساعة، كما تكون أحيانا بالعملات القيادية مثل عمليات SWAP قصيرة الأجل، وهي قروض بين البنوك التجارية فقط موضوعها عملة صعبة، وعليه فهذا السوق له ميزات أساسية من حيث التعامل ومن حيث الأصول المتداولة لا توجد في غيره، كما أن له سوق أولي وسوق ثانوي خاص به¹؛

c. سوق ما بين البنوك: مكانه البنك المركزي، تدخل البنوك التجارية طالبة وعارضة للأموال، من أجل إعادة تمويل نفسها، أما باقي المؤسسات فتدخل عارضة للأموال فقط؛

d. سوق سندات الخزينة: وهي سوق مكانها البنك المركزي أيضا، كما نجدتها تتداول في البورصة حسب الغرض من السندات والمدة وغيرها، ويتم فيها طرح سندات الخزينة وأذونات الخزينة، وغالبا ما تكون مفروضة على البنوك التجارية في شرائها.

نشير هنا، إلى أن السوق الأولي لها خصائص تميزها نذكرها على النحو الآتي:

¹ الطاهر لرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2013، ص 377، باصرف

- ❖ أن هاته الأسواق تقسيمها نظري فقط، أما المتدخلون فهم أنفسهم (البنوك التجارية، المؤسسات المالية، الصناديق السيادية، البنك المركزي، الخزينة العمومية... الخ).
 - ❖ السوق الأولي ليس لها مكان محدد مثل البورصة، وإنما مجموعة البنوك التجارية والمؤسسات المالية... الخ، بانتشارها الجغرافي على كامل تراب البلد تشكل هاته الأسواق.
 - ❖ السوق الأولي بالنسبة للبورصة يقوم بطرح الأوراق المالية للإكتتاب لأول مرة فيه، فإذا اراد المشتري إعادة بيعها، توجه للبورصة وهي السوق الثانوي.
 - ❖ هاته الأسواق التي ذكرناها سابقا، تشكل سوقا أوليا وثانويا في نفس الوقت للأصول المتداولة فيها، من غير الأسهم والسندات، فشهادات الإيداع مثلا، تطرح لأول مرة في سوق النقد، ويعاد بيعها وتداولها مرات ومرات على مستوى نفس السوق، ولا تخرج منه، وبالتالي يشكل سوقا أوليا، وثانويا في نفس الوقت للأصول المتداولة فيه.
- ثالثا – 02: آلية سير عملية الإصدار في السوق الأولي.

يأخذ السوق الأولي للبورصة، الذي يكون الجهاز المصرفي مسرحا له عدة تسميات، تختلف التسميات باختلاف القصد من العملية:

فمصطلح **الطرح**: نقصد به قيام البنوك التجارية كوسيط لدى الشركات الراغبة في طرح أوراقها المالية للجمهور، من خلال القيام بالمراحل التي تتطلبها العملية من البداية وحتى شراء هاته الاوراق من الجمهور.

❖ **الإصدار**: يقصد به الإصدار الأولي للأوراق المالية، من قبل البنوك التجارية لصالح الشركات التي كلفتها بهاته العملية وهو لا يختلف عن المصطلح الأول.

❖ **الإكتتاب**: يقصد به شراء الجمهور للأوراق المالية التي طرحتها الشركات وأصدرتها البنوك التجارية لصالح هاته الشركات.

2. أنواع الطرح في السوق الأولي.:

وعليه فالأوراق المالية التي يتم تداولها على مستوى البورصة، يتم طرحها للإكتتاب في البنوك التجارية، ولذلك تسمى سوقا أوليا للبورصة، هذا الطرح (الإصدار الأولي، الإكتتاب)، يكون على نوعين:

a. **الطرح العام:** يقصد بالطرح العام، إصدار الشركات والخزينة العمومية لأسهم وسندات من أجل الحصول على رؤوس الأموال، لتمويل مشاريعها ونفقاتها، وطرحها للجمهور من أجل الإكتتاب فيها، ويكون ذلك من خلال البنوك التجارية، التي تقوم بالوساطة المالية ما بين الجهات المصدرة للاوراق المالية، وما بين الجمهور الراغب في الاستثمار في هاته الأوراق، ويكون البنك التجاري وسيطا مغطي للإصدار، أو وسيطا مصرف للإصدار، ويأخذ عمولة عن الشركات المصدرة فقط، وليس من الجمهور، إلا أنه يضمن بعض الرسوم على الجمهور، كرسوم تأدية خدمات

سمي الطرح العام بهذا المصطلح، لأنه يكون متاحا للجمهور الراغب في الاستثمار دون تمييز، وتكون على المستوى الدولي وعلى المستوى المحلي في الدولة.

b. **الطرح الخاص:** وهو إصدار الشركات للأسهم والسندات، وطرحها للإكتتاب لدى المساهمين فيها فقط، دون غيرهم، وتكون أيضا البنوك التجارية هي الوسيط، وغالبا ما تقوم المؤسسات بتصريف هذا النوع من الاصدار باستدعاء مساهميها الراغبين في رفع حصتهم في الشركة، وتلجأ إليه المؤسسات في التمويل المؤقت عندما تكون لديها مشكل مؤقت في السيولة، ولا ترغب في دخول مساهمين جدد.

سمي الطرح الخاص بهذا المصطلح، لأنه لا يكون متاحا لكل الجمهور الراغب في الاستثمار، وإنما يكون موجهة للمساهمين في الشركة فقط، ويكون على المستوى المحلي فقط في الدولة¹.

3. مراحل طرح الأوراق المالية في السوق الأولي:

على مستوى الجهاز المصرفي تتولى البنوك التجارية القيام بمراحل تكون ضرورية قبل توفير الاوراق المالية للجمهور للإستثمار فيها، هاته المراحل نذكرها على النحو الآتي:

1. **مرحلة تبلور ووضوح الحاجة إلى اللجوء للطرح:** هاته المرحلة تكون على مستوى الشركة، أو الخزينة العمومية، تقتضي هاته المرحلة تحديد الاحتياجات المالية الضرورية المطلوبة، وعدم القدرة على التمويل الذاتي الداخلي، وبالتالي تكون الشركات في حاجة للجوء إلى طرح أسهم و/أو سندات للجمهور الراغب في الاستثمار، كما أنها تحدد فيما إذا كانت بحاجة لزيادة رأسمالها وبالتالي تطرح أسهما وتكون غالبا للتوسع في الاستثمار العمودي أو الأفقي، أو بحاجة للديون وبالتالي طرح سندات.

¹ paul-jacques lehman, la bourse de paris, dunod, paris, edition 1, 1991, p 33.

2. **مرحلة إختيار الوسيط:** بعد انتهاء المرحلة الأولى، وقرار الشركة اللجوء إلى الطرح، تقوم بعمل دفتر شروط، يتضمن بطاقة فنية عن العملية والهدف منها... الخ، وتقوم البنوك التجارية بالتنافس على الصفقة، بتقديم أحسن عرض وأقل تكلفة لعملية الإصدار، لتقوم الشركة بعد ذلك باختيار الأفضل من حيث العرض والخدمات المقدمة والتكلفة المطلوبة للعملية، إضافة إلى الإنتشار الجغرافي للبنك التجاري، لأن له دور في تصريف الأوراق المالية إلى أكبر قدر من الجمهور الراغب في الاستثمار، ناهيك عن إختيار البنوك التي لها خبرة في الإصدار ولها أذرع إعلامية قادرة على الترويج لهاته الأوراق المالية.
3. **مرحلة تحديد التصنيف الائتماني:** هاته المرحلة خاصة بالبنوك التجارية، تقوم بتوفير المعلومات الخاصة بالشركة، من حيث القدرة المالية وضعية خزيتها، وقدرتها على الوفاء بديونها في حينها ودون تأخير، لتقوم بتحديد التصنيف الائتماني للشركة، وهو من درجات مختلفة، يفيد قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية في تواريخ الاستحقاق¹.
4. **مرحلة تحديد الاحتياجات المالية الفعلية للمؤسسة:** تقوم بالبنوك التجارية التي تم اختيارها كوسيط للإصدار، بدراسة الوضعية المالية للشركة، من أجل تحديد دقيق للإحتياجات المالية، ومن أجل تقديم الاستشارة المالية المطلوبة للشركة، إن كانت العملية تتطلب اللجوء فعلا للطرح، أو القرض البنكي يفي بالغرض، وإن كان الطرح للأسهم أو للسندات، وإن كان الطرح عاما أو خاصا يفي بالغرض وغيرها من البيانات.
5. **مرحلة الطرح للجمهور للإكتتاب:** وهي المرحلة الأخيرة، تقوم في البنوك التجارية الوسيطة بالترويج الإعلامي للأوراق المالية المطروحة، وترغب الجمهور في الاستثمار فيها، من خلال إبراز أهم العوائد المالية وأهمية القطاع الاستثماري، وإن كانت هاته الأوراق المالية توفر الإستراتيجية في حالة تراجع السوق، ناهيك عن مزايا الأوراق المالية المطروحة من حيث إمكانية الإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل... الخ.
6. **أنواع الأسهم و/أو السندات المطروحة في الإكتتاب:** بعيدا عن تلك الأنواع للأسهم والسندات التي دأب المراجع العلمية ذكرها، نورد هنا أنواع أخرى، من حيث البعد الدولي لها، وعيه فإن الأسهم والسندات المطروحة للإكتتاب من غير تلك المشهورة نذكر:

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري، الأردن 2009، ص.ص 259 – 260.

1. **الشريحة المحلية:** هي أوراق مالية (أسهم و/أو سندات)، يتم طرحها من طرف الوسيط في السوق المحلي فقط، أي داخل الدولة المصدرة فيها، تكون مقيمة بالعملة المحلية لتلك الدولة، وتكون متاحة للإستثمار فيها من الجمهور المحلي والأجانب، كما أن الوسيط قد يكون دوليا في حالة الشركات الضخمة؛
مثال: شركة جزائرية، تقوم بطرح أسهم و/أو سندات، في بورصة الجزائر للأوراق المالية، مقيمة بالعملة الجزائرية (الدينار الجزائري)، مطروحة من خلال بنك الفلاحة والتنمية الريفية الجزائري كوسيط.
2. **الشريحة الأجنبية:** وهي أسهم و/أو سندات شركات أو سندات دولة، تقوم بطرحها في دولة أخرى، تكون هاته الأوراق المالية مطروحة بعملة الدولة المصدرة فيها (ليس بالضرورة عملة قيادية)، تكون في الأساس مطروحة للجمهور الأجنبي، وما يميزها أنها تطرح في مناطق الأوفشور غالبا، لوجود الجمهور الراغب في الاستثمار بقوة، والقادر على المخاطرة، في حين يكون الوسيط دوليا فقط؛
مثال: شركة جزائرية، تقوم بطرح أسهم و/أو سندات، في بورصة دبي للأوراق المالية، مقيمة بالعملة الإماراتية (الدرهم الإماراتي)، مطروحة من خلال بنك HBC البريطاني كوسيط.
3. **الشريحة الأروبية*:** وهي أسهم و/أو سندات شركات أو سندات دولة، تقوم بطرحها في دولة أخرى، تكون هاته الأوراق المالية مطروحة بغير عملة الدولة المصدرة فيها (وتكون بالضرورة عملة قيادية مقبولة في التعاملات الدولية كالدولار)، ومتاحة لكل الجمهور في العالم، ويكون البنك الوسيط بنك عالمي، ومتعدد الجنسيات؛
مثال: شركة جزائرية، تقوم بطرح أسهم و/أو سندات، في بورصة شانغهاي للأوراق المالية، مقيمة بالدولار الأمريكي، مطروحة من خلال بنك HBC البريطاني كوسيط.

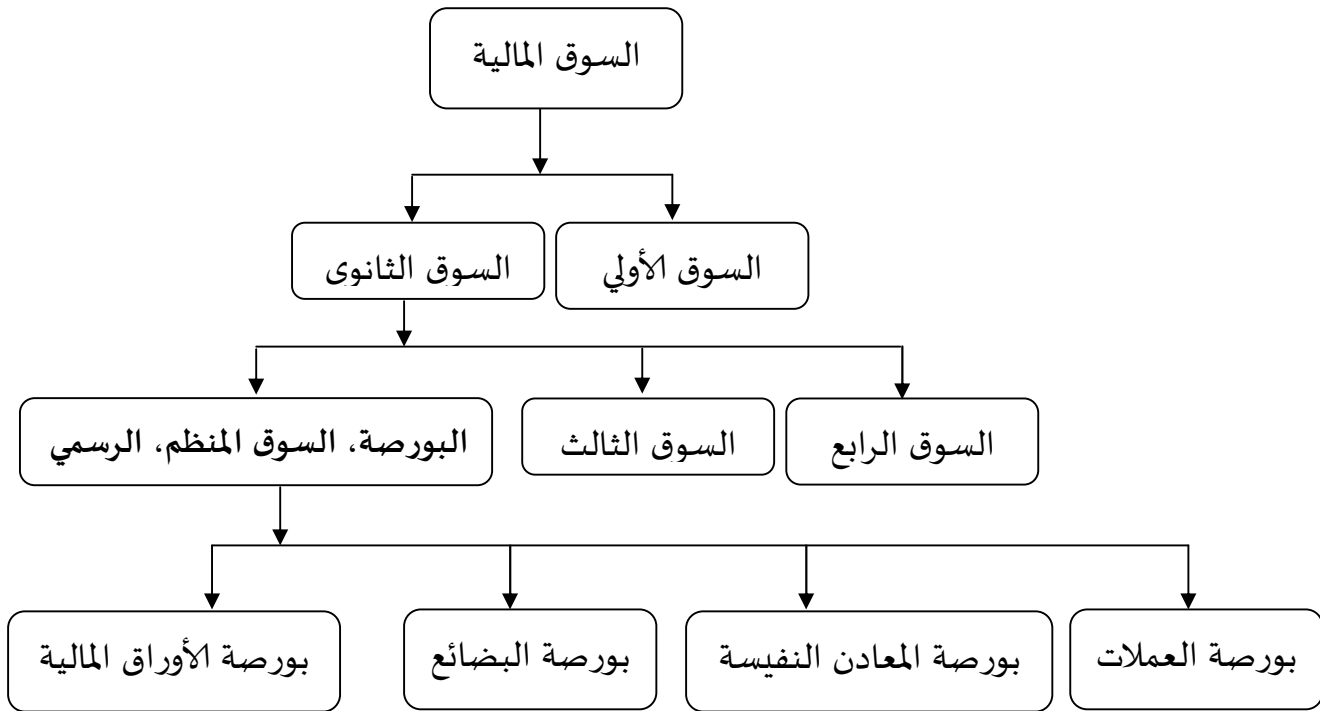
* مصطلح الأروبية ليس له علاقة بأروبا، وسبب التسمية في خلفيته التاريخية إلى القروض والودائع الأمريكية بالدولار الأمريكي في مشروع مارشال، من اجل إعادة الإعمار لأروبا بعد نهاية الحرب العالمية الثانية، ليتطور المصطلح بعد ذلك إلى قروض الأورو دولار وودائع الأورو دولار، وبعدها ظهرت تسمية سندات الأورو دولار "الشريحة الأروبية"، ليدل على تلك الأصول المطروحة في دولة ما وبغير عملة تلك الدولة.

4. الشريحة العالمية: هي أوراق مالية مطروحة في أكثر من سوق مالي دولي، ومقيمة بعدة عملات تكون قيادية عادة، وقد تكون محلية، من خلال وسطاء عالميون¹.

مثال: شركات التكنولوجيا العالمية مثل (مكروسوفت فيسبوك، زووم...الخ)، ومثل شركة (كوكاكولا، بيبسي..الخ)، فهي مطروحة في عديد بورصات العالم، وعملات مختلفة، ومتاحة للجمهور باختلاف جنسياتهم، كما يمكن تحويلها بين البورصات المطروحة فيها في مختلف الدول.

ثالثاً - 02 السوق الثانوي: السوق الثانوي هو مصطلح يشير إلى إعادة بيع الأصول المالية (أسهم، سندات، مشتقات، عقود توريق، إئتمان معاد بيعه...الخ)، التي يتم فيها تداول للمرة الثانية، بعدما تم شراؤها للمرة الأولى في السوق الأولي، ونقتصر هنا على السوق الثانوي الخاص بالأصول المالية التي يتم إعادة بيعها في البورصة والسوق الثالث والسوق الرابع، وذلك على النحو الآتي:

الشكل رقم 01 - 01: هيكل السوق المالي.



المصدر: من إعداد الباحث.

¹ مروان عوض واخرون، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط01، الاردن 2009، ص 71.

قبل التفصيل في هيكل السوق المالي وفق الشكل أعلاه، نشير إلى أن هناك العديد من المراجع تأخذ تقسيم الأسواق المالية على أنها أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية، وهذا خطأ، أو على الأقل غير دقيق، فتداول المشتقات المالية مثل (عقود الخيار، العقود المستقبلية... الخ)، لا يتم تداولها إلا داخل البورصة، وعليه فإذا أخذنا بذلك التقسيم يكون لدينا خلط في المفاهيم، ما بين السوق وما بين المعاملات التي تتم داخل السوق والتي أخذت مصطلح السوق عرفاً فقط.

نأتي الآن لتفصيل هيكل السوق المالي، من خلال الشكل أعلاه:

1. **السوق الأولي:** وهو الجهاز المصرفي بكل مكوناته ومؤسساته والقوانين التنظيمية فيه، وقد تطرقنا إليه سابقاً، ونقصد به السوق الأولي للبورصة من هنا وصاعداً.
2. **السوق الثانوي:** وهو السوق الذي يعاد بيع الأصول المالية فيه للمرة الثانية، وهو يضم المكونات الآتية:

2.1. **السوق غير المنظم:** ويقصد به التعاملات في الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، خارج البورصة، سمي بغير المنظم لأن الدولة لا تقوم على تنظيمه، وليس لها أي تمثيل مؤسسي، أو فردي فيه، وهو ينقسم إلى قسمين هما¹:

2.2. **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم؛

2.3. **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 1998، ص. 11.

نشير هنا إلى أن السوق غير المنظم، بمكونيه السوق الثالث والسوق الرابع، ليس له وجود مكاني، وإنما هو آلية التقاء بين أصحاب العرض للأوراق المالية وأصحاب الطلب عليها، من خلال تعاملات السماسرة بوسائل اتصالحهم، كما أن التعامل فيه يقتصر حصراً فقط في بيع وشراء الأسهم والسندات فقط، ولا يتعداها للمشتقات المالية، التي يتم تداولها فقط على مستوى البورصة.

2.4. السوق المنظم (السوق الرسمي، السوق المنظم): يسمى بالسوق المنظم لأن له مكان

مادي على أرض الواقع وله هيئات ومؤسسات تقوم على تنظيمه، ويسمى بالسوق الرسمي لأن الهيئات المنظمة له تابعة للدولة وبالتالي يأخذ صفة الرسمية من هيئات الدولة المنظمة له، كما يسمى سوق الأوراق المالية نظراً للأصول المالية التي يتم تداولها فيه، ويأخذ أحياناً مصطلح البورصة وهو مصطلح ذو خلفية تاريخية نتطرق إليها في ما بعد عند التطرق للخلفية التاريخية لنشأة البورصة، والتي لا تقتصر على بورصة الأوراق المالية.

ثالثاً - 03 أنواع البورصات:

وهي بدورها تنقسم إلى أربعة أقسام، حسب موضوع الأصول المتداولة أو المسعرة داخل كل بورصة، نفضله على النحو الآتي:

1. بورصة الأوراق المالية: البورصة هي اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء

السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر زبائنهم الملقاة في موضوع الأوراق المالية والمشتقات المالية، قبل وأثناء فترة العمل، فسوق التداول للأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية)، نظام يتم من خلاله التقاء العرض والطلب، بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في الأوراق المالية المعينة، تتوفر فيها شروط محددة وفقاً للقواعد ونظم معينة، تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة¹.

2. بورصة البضائع: ويطلق عليها البورصات التجارية للسلع الدولية، أو بورصات العقود

النمطية، حيث يجري فيها التعامل على سلع معينة تسمى بالسلع الدولية (القطن، النفط، الخامات المعدنية، السلع الغذائية كالبن والسكر... الخ)، وفيها يرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث

¹ محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2004، ص 15.

النوع والجودة، ثم يدفع الثمن إلا جزء قليلا منه يدفعه عند تمام التسليم، ويأخذ إذنا باستلامه في نفس اليوم، أو في اليوم التالي، وفي بعض الأحيان، يكون الثمن كله مؤجلا إلى مكان بعد التسليم بسعر محدد أو بسعر معلق على السوق في فترة محددة¹، وهي بورصة تسعير وليست بورصة تداول.

3. بورصة العملات: وهي بورصة يتم فيها تسعير العملات القيادية فيما بينها، وذلك إما

بسر صرف فوري، يتم فيه التبادل حاضرا وإما بسعر صرف آجل، ويتم به التبادل بالآجال اللاحقة فيما بعد، وهي بورصة تسعير وليست بورصة تداول².

4. بورصة المعادن النفيسة: وهي بورصة تسعير المعادن النفيسة مثل البلاديوم والذهب

والفضة، والأحجار الكريمة، وهي بورصة تسعير وليست بورصة تداول.

ملحوظة: نشير إلى أن البورصات الثلاث (بورصة العملات، بورصة البضائع، بورصة

المعادن النفيسة)، ليس لها سوق أولي، والسوق الأولي خاص ببورصة الأوراق المالية فقط دون غيرها.

كما أن هناك العديد من الفروقات الجوهرية بين بورصة البضائع من جهة والبورصات الثلاث 03

الأخرى من جهة ثانية، نذكرها على النحو الآتي:

¹ أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، 20 شارع سوتير، الإسكندرية، 2006، ص 27 - 28.

² بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج للدراسات العليا المتخصصة PGS غير منشورة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2007، ص 53.

الجدول رقم 01-01: الفروقات الجوهرية بين البورصات.

بورصة الأوراق المالية	بورصة (البضائع، العملات، المعادن النفيسة)
لها سوق أولي يتم فيه طرح الأوراق المالية فيه لأول مرة.	ليس لها سوق أولي، بل يتم التعامل فيها مباشرة
بورصة تداول (تسليم الأوراق المالية، واستلام الأموال يكون داخل البورصة)	بورصات تسعير فقط، أما التسليم والاستلام فيكون خارج البورصة.
تحمل الطابع المحلي غالبا، وقد تأخذ الطابع الدولي	تحمل الطابع الدولي فقط.
يتم فيها تداول الأوراق المالية والمشتقات المالية على الأوراق المالية	يتم فيها تسعير البضائع الدولية والمشتقات المالية على البضائع الدولية.

المصدر: من إعداد الباحث.

رابعا: الخلفية التاريخية للبورصة، شروطها ووظائفها:

وهي على النحو الآتي:

1. الخلفية التاريخية للبورصة:

تعود كلمة البورصة إلى القرن 15م نسبة إلى عائلة Vander Bourse التي كانت تملك فندقا كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بروج البلجيكية، والذي كان يؤمه التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه، ونظرا لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة.

وأول بناء أنشأ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Amers في بلجيكا عام 1460 وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1652 بنشر تسعيرة الأسعار المسجلة ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة Lyon بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة تولوز بباريس عام 1549 - 1563 ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا 8 سنوات بعد ظهور بورصة باريس ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام

1608 وفي بال عام 1683 وفي فينا عام 1762م، أما في بريطانيا فظهرت بورصة لندن عام 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية¹. ومن أقدم البورصات التي أنشأت وتخصصت في تسعير السلع، بورصة أنفر بأمستردام، فرانكفورت، برشلونة، ليون، تولوز، ويرجع تاريخ إنشائها إلى القرن السادس عشر بورصة عقود نيويورك عام 1893، وليفربول عام 1873 ونيو أورليانز عام 1880 وبورصة الإسكندرية عام 1883، وبورصة القاهرة عام 1890 وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد. هذا وقد عرف العالم نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية، وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات والأخرى بورصة التجار. ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية².

2. شروط قيام أسواق الأوراق المالية (البورصة):

حتى تكون لدينا بورصة يتم فيها تداول أو تسعير السلع والخدمات والعملات، يجب أن تتوفر شروط محددة، إلا أن المراجع المختلفة لما تنطرق لهذه الشروط تورد شروطا متعلقة بكفاءة عمل هاته البورصات، وليست شروطا وجودية للبورصات، وعليه فإننا هنا نقوم بتقسيم شروط قيام الأسواق المالية إلى شروط قاعدية، وشروط ضرورية أو مكملة، وذلك على النحو الآتي:

1. الشروط القاعدية: وهي الشروط الأساسية التي يجب توفرها حتى تكون هناك بورصة على

أرض الواقع، وغياها يعني عدم وجود بورصة نهائيا، هاته الشروط نذكرها على النحو الآتي:

a. **الإقتصاد الرأسمالي أو المختلط:** حتى تكون هناك بورصة على أرض الواقع يجب أن يكون النظام الإقتصادي رأسمالي، يقوم على أساس أن القطاع الخاص، والمبادرة والحرية الإقتصادية الفردية هي القاعدة الأساسية في الإقتصاد، وبالتالي فإن وجود رأس المال الخاص في قطاع الأعمال، يدفعه للبحث عن مصادر التمويل الخارجي لمشاريع، والتي تكون البورصة أحد روافد هذا التمويل، فإذا ما كان الإقتصاد إشتراكيا، تكون الدولة هي المالك الوحيد لوسائل الإنتاج، وتحتكر كل القطاعات، وتقوم بتعبئة

¹ شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية سنة 1999، ص 29.

² اسامة الفولى وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر 2005، ص 268.

الموارد المالية بنفسها، وتمويل مشاريعها، كما أن وجود بورصة في الإقتصاد الإشتراكي يعني أن الدولة تفتح رأس المال للقطاع الخاص، وهو ما يتناقض والاشتراكية.

نشير هنا إلى أنه قد تكون هناك بورصات في الإقتصاديات الإشتراكية، لكنها محصورة في بورصات البضائع، وتكون أسواق ذات طابع دولي أو إقليمي، وفي دول ذات نفوذ إقليمي تعمل على تحالفات إقليمية إقتصادية، كدول شرق آسيا، التي تضم دولاً إشتراكية.

b. البنية التحتية لتكنولوجيات الإعلام والاتصال TIC: تضم تكنولوجيات الإعلام والاتصال البنية التحتية للإتصالات السلكية واللاسلكية في الدولة، ومدى تطويرها وتحديثها دورياً، كما تضم البرمجيات البسيطة الإستخدام والمتطورة من حيث تنفيذ المهام وترابطها وحمايتها من الإختراق السبراني.

c. المناخ الإستثماري: نقصد بالمناخ الإستثماري مجموعة عوامل مجتمعة في مجملها تسهل عملية الإستثمار والدخول إليه والخروج منه بكل سلاسة وحرية، فمن القوانين المنظمة للقطاع الإستثماري ومرونتها وبساطتها وعدم تعقد الإجراءات فيها، إلى العراقيل الإدارية وتشعبها، ناهيك عن الفساد والرشوة، التي تكون مناخاً طارداً للإستثمار خاصة الأجنبي، وعليه وجب أن يكون المناخ الإستثماري جيداً من حيث القوانين والإدارة والشفافية وغيرها، حتى تكون لدينا بورصة على أرض الواقع.

d. القوانين المنشأة والمنظمة للبورصة: في كل الدول تنشأ البورصات مهما كان موضوعها بقانون، وتأخذ شكل شركات أغلبها تكون شركات مساهمة، كما أن هناك قوانين منظمة لعملها، من المنظمين والقائمين عليها، إلى المتدخلون، ومن المنازعات إلى طرق التسعير والإستثمار وتنظيم سير البورصة.. الخ.

2. الشروط الضرورية: وهي الشروط التي يكون وجودها ضرورياً لعمل البورصة بأكثر كفاءة

وفعالية، وبالتالي تؤدي الدور المطلوب منها وهو تعبئة الموارد المالية وتسعير السلع والخدمات، هاته الشروط نذكرها على النحو الآتي:

a. جهاز مصرفي متطور: يعمل الجهاز المصرفي كقاعدة أساسية لوجود البورصة، ففي بورصة الأوراق المالية يشكل الجهاز المصرفي قاعدة الإنطلاق للدخول للبورصة، فهو يشكل سوق الإصدارات الجديدة، والتي يتم تسويقها لأول مرة على مستوى البنوك التجارية، وعليه فتطور الجهاز المصرفي، وعمقه وخبرته في الطرح الأولي للأوراق المالية ضروري لوجود البورصة وعملها بكفاءة، من جهة أخرى فالبنوك التجارية تفتح فروعاً لها داخل البورصات، كشركات وساطة مالية متخصصة، وغالباً ما تكون ذات نشاط غير محدود نظراً

لقوتها المالية وخبرتها المعرفية بظروف السوق وقدرتها على التحليل الفني والأساسي، الضروري لتداول الأصول داخل البورصة، مهما كان موضوع هاته البورصة، كما أن الجهاز المصرفي المتطور، والذي يكون له إمتداد دولي يكون أكثر قدرة على دعم البورصة وفعاليتها، فالمستثمر الأجنبي الذي يريد الإستثمار في البورصة لا يمكنه تحويل أمواله إلا من خلال جهاز مصرفي متطور من حيث إستخدام تكنولوجيا الإعلام والإتصال، ومن حيث القوانين غير المعقدة والجاذبة لرأس المال الأجنبي.

b. طبيعة التمويل المنفتحة في المشاريع والمؤسسات الإقتصادية: في المؤسسة الإقتصادية مهما كان موضوع نشاطها، تلجأ للتمويل بالدرجة الأولى من رأس المال والإحتياطات والإهتلاكات والمؤونات بالدرجة الأولى، وهذا ما يسمى بالتمويل الذاتي او الداخلي، إلا أنه في غالب الأحيان لا يكون كافياً، سواء في التوسع في الإستثمار أو حتى في الدورة التشغيلية للمشروع، وعليه تلجأ إلى التمويل الخارجي والذي يكون أحد روافده البورصة، وهنا وجب أن تكون طبيعة التمويل في المشاريع الإقتصادية منفتحة على التمويل الخارجي، دون الخوف من فقدان القرار لصالح الشريك الأجنبي¹.

c. شروط أخرى: من هاته الشروط الوعي المصرفي لدى الجمهور، والإدخار، وبساطة التعاملات مع وسطاء البورصة، ناهيك عن الإنتشار الجغرافي للوسطاء الماليين داخل البورصة حتى يتسنى لأكبر قدر من الجمهور التعامل معهم دون تكاليف كبيرة، كما أن الإمتداد الدولي للبورصة وللوسطاء المالية له أهمية كبرى في كفاءة تشغيل البورصة وعملها.

3. وظائف البورصة: للبورصة وظائف متعددة، فمن التمويل إلى التسعير، ومن تشجيع الإدخار إلى توفير آلية لتسعير وتبادل السلع والخدمات وفرص الإستثمار، وعليه فإننا نورد بعضاً من وظائف البورصة على النحو الآتي:

1. الوظيفة التمويلية: وهي في مجملها تشمل عدة نقاط جزئية هي:

a. تعمل البورصة خاصة بورصة الأوراق المالية على تعبئة المدخرات وخاصة تلك المتناهية في

الصغر، من خلال تشجيع قطاع العائلات على الإستثمار في الأسهم والسندات.

b. المساهمة في تفعيل ومرافقة السياسة الإقتصادية، من خلال العمل على امتصاص

الكتلة النقدية، أو ضخها وقت الحاجة لذلك؛

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية- دراسة تحليلية- دار الفكر، دمشق- سورية ، 2002 ، ص 36 .

c. تنشيط الجهاز المصرفي: فهو الذي يشكل السوق الأولى للبورصة؛

d. حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي: فمن خلال بورصة البضائع وبورصة المعادن

النفيسة يتم الحصول على الأموال من الخارج؛

e. تساعد البورصة على إعادة تقييم أدوات السوق، حيث كل سهم أو سند له سعر يتحدد

تبعاً لتوقعات المستثمرين بالنسبة للفوائد المستقبلية المتوقعة¹.

2. وظيفة نقل الخطر: إن البورصة تمكن من تحويل الخطر من خطر كلي إلى خطر محدود، وذلك من

خلال:

a. أن المستثمر يتحمل قدر من المخاطرة بمقدار قيمة الأوراق المالية التي يقوم بشرائها لا يزيد

عن ذلك. فأقصى خسارة يمكن أن يتعرض لها حامل الورقة المالية، هو أن يفقد قيمة

الورقة سواء كانت لسهم أو سند.

b. إن محدودية الخطر، تسهل على المستثمر اختيار حجم الخطر الذي يتناسب معه.

فالمستثمر الذي يرغب في الحصول على عائد أكبر، ومستعد لتحمل مخاطر أكبر يستطيع

الاستثمار في الأسهم، والذي لا يريد تحمل المخاطرة بصفة كبيرة يقوم بشراء السندات².

¹ Michel fleuriat, yves simon, bourse, et marches financiers, economica, paris, 2edition, page27.

² سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية معمق المطبوعة الأولى، مطبوعة مقيمة من المجلس العلمي لكلية العلوم الاقتصادية، جامعة المدينة
2015، بتصرف

الفصل الثاني:

الإطار النظري لبورصة البضائع،
والسلع الدولية

تمهيد:

بورصة البضائع هي إحدى أنواع البورصات وأقدمها في العالم، لا تتطرق إليها المراجع العلمية لتخصصها في تداول البضائع التي تكون عادة من إختصاص الكيانات الإستثمارية الضخمة والدول، وتختص في سلع معينة مثل البترول وخامات المعادن والمواد الغذائية ذات الاستهلاك الواسع جدا والطلب العالمي الكبير عليها والمستمر طوال السنة، كما أن عدد بورصات البضائع في العالم قليل جدا، فهي تكون إقليمية أو عالمية، وعلى عكس بورصات الأوراق المالية التي تكون في كل دولة تقريبا، وعليه نتطرق في هذا الفصل إلى بورصة البضائع، لتتطرق بعدها للبضائع الدولية التي يتم تسعيرها فيها حصرا.

أولا: الإطار النظري لبورصة البضائع

تركز المراجع على بورصة الأوراق المالية كواجهة يستحضرها الذهن بمجرد ذكر الأسواق المالية أو مصطلح البورصة، وعليه سنشير هنا إلى بورصة أخرى وهي بورصة البضائع، وهي غير مشهورة على الرغم من ان السلع الدولية ذات الاستهلاك الواسع عالميا يتم تسعيرها فيها، وتعود عدم شهرتها إلى أنها غير موجودة في كل الدول مثل بورصة الأوراق المالية، وإنما تكون في دول محددة وقليلة، هاته الدول ذات نفوذ اقليمي ودولي، أو ذات إنتاج في سلعة دولية ذات طلب عالمي كبير، تقوم بإنشاء بورصة تسعير هاته السلعة، وتكون ذات نفوذ دولي أو إقليمي، وعليه سنتطرق هنا إلى بورصة البضائع على النحو الآتي:

1. الخلفية التاريخية لبورصة البضائع:

تعود الخلفية التاريخية لبورصة البضائع إلى القرن الثالث عشر الميلادي 13م، حين ظهرت شركة الهندية الشرقية البريطانية، وشركة الهند الغربية الهولندية، والتي شكلتا شركات بصلاحيات وقوة دولة، والتي أدى حجم وتوسع مدى معاملاتها إلى ظهور نمط جديد من حيث التمويل للشركات وهي الأسهم والسندات من جهة، وتسعير وتسليم البضائع في غير مكانها من جهة أخرى، وبالتالي ظهر نوع جديد من التداول على السلع عامة وفيما بعد ما بات يعرف بالسلع الدولية خاصة، يتم تسعيرها في مكان محدد ويتم

التسليم في مكان آخر، وبعملة غير عملة البلد المسلم له، وإن كان الذهب والفضة هما العملتان المتداولتان حينها، إلا أنها لم تظهر البورصة للوجود وإنما طبيعة عملها.

شكلت مدينة بروج البلجيكية وبالضبط في فندق عائلة "فاندر بورص"، نقطة التحول في ظهور بورصة البضائع، في القرن 15 ميلادي، التي كانت تملك فندقا كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بروج البلجيكية، والذي كان يؤمه التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه، ونظرا لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة، لتظهر أول بورصة للوجود وهي بورصة مدينة Amers في بلجيكا عام 1460.

من أقدم البورصات المتخصصة في تسعير البضائع الدولية التي أنشأت، بورصة أنفر بأمستردام، فرانكفورت، برشلونة، ليون، تولوز، ويرجع تاريخ إنشائها إلى القرن السادس عشر بورصة عقود نيويورك عام 1893، وليفربول عام 1873 ونيو أورليانز عام 1880 وبورصة الاسكندرية عام 1883، وبورصة القاهرة عام 1890 وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد. هذا وقد عرف العالم نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية، وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات والأخرى بورصة التجار. ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية¹.

2. تعريف بورصة البضائع: يمكننا تعريف بورصة البضائع على النحو الآتي:

❖ **التعريف الأول:** تعرف بورصة البضائع أنها "مكان ونظام وآلية التقاء بين العارضين للسلع الدولية

(بترو، محاصيل زراعية، محاصيل تجارية كالقطن... الخ)، والطالبيين لها، وتكون مكان لتسعير هاته

البضائع"

¹ اسامة الفولى وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر 2005، ص 268

❖ **التعريف الثاني:** تعرف بورصة البضائع أنها " مؤسسة ذات امتداد دولي مكونة من هيئات مختلفة،

تتعامل في تسعير السلع الدولية ذات الطلب العالمي الكبير، تحت قواعد محددة، من خلال المستندات

القانونية التي تثبت الوجود القانوني للعارضين والطلبين لهاته السلع".

من خلال التعريفين أعلاه، يمكننا تعريف بورصة البضائع أنها " مؤسسة منظمة ورسمية ذات طابع

دولي، لها مكان محدد في الدول التي أنشأتها، تتعامل في تسعير السلع الدولية ذات الطلب العالمي الكبير،

بالعملات القيادية".

3. الفرق بين بورصة البضائع والأسواق التقليدية العادية:

أما عن الفرق بين بورصة البضائع والأسواق التقليدية العادية فالفرقات نذكرها على النحو الآتي:

الجدول رقم 02- 01: الفرق بين بورصة البضائع والأسواق التقليدية العادية

بورصة البضائع	الاسواق التقليدية العادية
❖ هي مكان تسعير فقط للسلع، ولا توجد السلعة داخل البورصة وإنما في مخازن الشركات، تضمن الوفاء بالتزامات عليها هيئات متخصصة مثل بيوت التسوية داخل البورصة.	❖ هو مكان تبادل للسلع في نفس اللحظة أو التسليم بعد مدة قصيرة جدا.
❖ يتم التعامل على سلع محددة تسمى بالبضائع الدولية.	❖ يتم التبادل في الأسواق العادية على كل أنواع السلع دون إستثناء مهما كان نوعها وطبيعتها واستخدامها، وحتى كميتها وحجمها.
❖ تعمل البورصة بنظام محددة لتسعير السلع الدولية.	❖ في حين أن الأسواق التقليدية ليس لها نظام محدد (تعدد الأنظمة)، أو حتى عدم وجود نظام أصلا.
❖ تكون العلاقة بين البائع والمشتري علاقة غير مباشرة في بورصة البضائع، فالوسيط هو من يقوم بالمعاملات بين البائع والمشتري	❖ العلاقة مباشرة بين البائع والمشتري، ولا وجود لوساطة بينها.

المصدر: من إعداد الباحث.

4. **المتدخلون في بورصة البضائع:** نقصد بالمتدخلون في بورصة البضائع المتعاملون فيها من وسطاء

وعارضين وطلبين للسلع الدولية والهيئات الخارجية التي يكون ضروريا وجودها ليتم التعامل في

بورصة البضائع بسلاسة، ونستبعد منها الهيئات المنظمة لبورصة البضائع، مثل هيئة الإدرج، وهيئة

المنازعات، وهيئة المقاصة... الخ، هؤلاء المتخولون يقسمون إلى أساسيون وثانويون، انفصلهم على

النحو الآتي:

a. **الأعضاء الأساسيون:** وهم المتعاملون الرئيسيون في بورصة البضائع، الذين تحصلوا على العضوية فيها،

وهي تضم شركات التصدير والإستيراد، والتي غالبا ما تكون دولية أو متعددة الجنسيات وتمتاز بضخامة

الإنتاج أو الطلب على السلع الدولية، إضافة إلى السماسرة، وهم البنوك التجارية ومؤسسات الوساطة

المالية المتخصصين في الوساطة داخل البورصة أو صناديق الثروة السيادية، وهي كيانات استثمارية ضخمة

تقوم باعادة تدوير الفوائض المالية لدولها، إضافة إلى الأفراد وهم وسطاء الصالة، هؤلاء الأعضاء

الأساسيون، تقوم البورصة بمنحهم العضوية على النحو الآتي:

*. تمنح العضوية مقابل رسوم اعتماد من هيئة الإدراج والاعتماد في البورصة، وتكون هاته الرسوم

حسب حجم المعاملات ورقم الأعمال للجهة التي طلبت العضوية؛

*. تشترط البورصة في كل دولة وجود حد أدنى لرأس المال لا يقل عنه، يشتهه بوثائق قانونية صادرة

عن الجهات المختصة في كل دولة (مثل السجل التجاري في الجزائر)، تختلف شروط رأس المال وحدوده،

حسب حجم المعاملات وطبيعتها إن كانت إستيراد أو تصدير، أو وساطة لشركات وبنوك تجارية أو لأفراد،

هذه الاختلافات تحددها كل بورصة حسب ما تراه ضروريا؛

*. يتم فتح حسابات جارية للتعامل تكون كضمان لكل من يطلب العضوية في بورصة البضائع؛

*. تخصص البورصة مكان محدد للعضو في (أو ممثله) داخل البورصة تسمى بمحطة المتاجرة، كما

تحدد للوسطاء مكان محدد يسمى مكاتب السمسرة*؛

* يكمن الفرق بين محطات المتاجرة ومكاتب السمسرة، في أن محطات المتاجرة هي مكاتب تخصص للشركات المصدرة والمستوردة للبضائع الدولية، يكون لها حق المتاجرة داخل البورصة دون تكليف وسطاء، على اعتبار أن حجم الصفقات كبير جدا، وعليه ستكون عمولات الوساطة ذات تكلفة كبيرة، كما يحق لهم حضور الجمعيات العامة للبورصة، ويحق لهم الترشح لعضوية مجلس الإدارة والتوصيات... الخ، في حين أن مكاتب الوساطة تقوم بالمتاجرة لصالحها أو الوساطة لصالح الشركات التي ليس لديها محطات متاجرة.

*. يشترط في كل عضو أساسي في بورصة البضائع أن يكون لديه إنخراط في أنظمة المقاصة المالية

الدولية التي يضمنها بنك التسويات الدولية في بال السويسرية مثل نظام سويفت للمدفوعات الدولية¹.

b. **الأعضاء المساعدون:** وهم المتعاملون غير الأساسيون أو من ليس لهم حق التعامل المباشر داخل

بورصة البضائع، يتعاملون من خلال الوسطاء فقط، إلا أنه تمنح لهم امتيازات مثل تخفيض الهوامش على

التعاملات وسهولة الوصول للإقراض والاقتراض؛

c. **السماسة:** وهم الافراد المنخرطون داخل بورصة البضائع، يسمون بالوسيط ذو النشاط المحدود، يقتصر

عملهم على تنفيذ المعاملات لصالح الغير فقط، وليس لهم حق منح الاستشارة أو بيع المعلومة والمتاجرة

بها، يتلقون عمولة مقابل وساطتهم بصفقتهم وكلاء فقط؛

d. **بيوت التسوية:** تمثل مؤسسة الضمان داخل البورصة، وهي عبارة عن صناديق مالية داخل البورصة،

تتول من إشتراكات المتعاملين وجزء من رسوم العضوية، مهمتها متابعة الصفقات من حيث الجودة

والتنفيذ وحمايتها من التلاعبات، كما تقتضي وظيفتها الدفع عند إخلال أحد الطرفين بالتزاماته تجاه

الطرف الآخر².

5. **الوثائق الرسمية المطلوبة في بورصة البضائع:** حتى تحصل أي جهة على العضوية في بورصة

البضائع، يطلب منها إثبات وجودها القانوني على أرض الواقع، كمؤسسة متخصصة في نشاط محدد على

سبيل الاحتراف، والسبب في ذلك هو إستبعاد الشركات الوهمية وخطرها على إستمرارية البورصة، كما يتم

من خلال هاته الوثائق تجنب اعمال الجريمة المنظمة الدولية مثل تبييض الأموال، وتمويل الإرهاب وغيرها،

هاته الوثائق الرسمية المطلوبة تكون صادرة عن الهيئات الرسمية في الدولة التي تنتمي إليها الشركة أو الطالب

للإنخراط في العضوية، نذكر من بين هاته الوثائق الآتي:

¹ حشايشي سليمة، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة، جامعة سطيف 01، السنة 2019-2020 - ص 03-04 - بتصرف.

² مروان عوض واخرون، مرجع سبق ذكره، ص 316.

الجدول رقم 02 – 02: أهم الوثائق المطلوبة في بورصة البضائع

الوسطاء والسماصرة	الشركات العارضة والطالبة للسلع الدولية
وثائق الوجود القانوني (السجل التجاري، صادر عن الهيئات الرسمية في الدولة) بالنسبة لمؤسسات الوساطة.	وثائق الوجود القانوني (السجل التجاري، صادر عن الهيئات الرسمية في الدولة) بالنسبة لمؤسسات الوساطة.
الوثائق الشخصية للهوية للأفراد السماصرة بما فيها الشهادات العلمية وتوثيقها لدى الجهات المصدرة لها	وثائق تحديد النشاط ومطابقتها للجودة العالمية ISO
وثائق تثبت الإنخراط في بيوت التسوية داخل البورصة، وأنظمة الدفع والمقاصة الدولية خارج البورصة مثل نظام الدفع الدولي والمقاصة "سويفت"	وثائق المنبع (منشأ السلعة)، والجودة والبيئة... الخ
	وثائق تثبت الإنخراط في بيوت التسوية داخل البورصة، وأنظمة الدفع والمقاصة الدولية خارج البورصة مثل نظام الدفع الدولي والمقاصة "سويفت"

المصدر: من إعداد الباحث.

ثانيا: البضائع الدولية المسعرة في بورصة البضائع.

يتم تسعير ما يسمى بالبضائع الدولية، وهي سلع ذات طلب عالمي كبير عليها، وذات مواصفات محددة، هاته السلع تفصل فيها على النحو الآتي:

1. تعريف البضائع الدولية: هي تلك "السلع ذات الطلب العالمي الكبير والمستمر، والتي

تتصف بالتمثيلية في طبيعتها وعقودها، والتماثل في وحداتها".

2. خصائص البضائع الدولية: من خلال هذا التعريف يمكننا إستخلاص الخصائص الأساسية

للبنضائع الدولية، والتي نوردتها على النحو الآتي:

a. النمطية: ونقصد بها أن وحداتها ذات طبيعة واحدة ثابتة من حيث الحجم والمكونات

والخصائص في التركيبية، تنطبق على كل وحداتها القابلة للتجزأة، فمثلا: 1 برميل نفط

صحاري بلند، هو نفط جزائري، من الحلو الخفيف، السهل التكرير، وسعته 159 لتر،

فإذا قلنا شحنة نفط من 1 مليون برميل صحاري بلند، فهذا يعني أن كل الشحنة لها نفس الخاصية؛

b. نمطية العقود للبضائع الدولية: تتصف عقود بورصة البضائع بالنمطية في عقودها بأنها

نمطية عند طرحها في بورصة البضائع للتسعير، فعقد شحنة نفط يساوي 100 الف برميل، فهذا يعني أنه لا يمكن تجزأة العقد، لمشتري يريد شراء 20 الف برميل فقط، فيجب بيع العقد كله أو تركه كله ولا يمكن تجزأته؛

c. أنها ذات طلب عالمي كبير ومستمر: ما تتميز به البضائع الدولية أن الطلب عليها

يكون عالميا مثل البترول والمعادن والمواد الغذائية واسعة الاستهلاك كالبن والقمح والسكر.. الخ، ومستمر طلبها على طول السنة وليس لموسم واحد³.

d. عدم قابليتها للتلف السريع: من مميزات البضائع الدولية أنها مقاومة للتلف، فالبترول

أو المعادن، أو حتى السلع الغذائية لديها مقاومة للتلف كبيرة، فشحنة نفط أو معادن كالحديد أو النحاس غير قابلة للتلف.

e. أن تكون خام: ونقصد بذلك أن لا يتم معالجتها، وإنما تبقى على حالتها الأولية

عند الاستخراج، فالبترول يتم تسعيه على حالته عند الاستخراج، والمعادن على حالتها عند تعدينها، والمواد الغذائية على حالها عند حصادها.. الخ

3. آلية تسعير البضائع الدولية: داخل بورصة البضائع يتم تسعير البضائع الدولية على النحو الآتي:

a. بعد أن كان أصحاب العرض والطلب (المتدخلون في البورصة) قد أستوفو شروط

التعامل في البورصة من فتح الحسابات وتقديم الوثائق الرسمية الثبوتية، يقوم العارضون والطلبون للسلع الدولية بتحديد الوسيط الذي يقوم بتنفيذ المعاملات لصالحهم، بداية من الإدخال للسلع داخل البورصة (عقود السلع)، ثم التفاوض على الأسعار لتحقيق

³ محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن 2004، ص.ص 84-85 بتصرف

أحسن سعر للبائع وللمشتري، وبعدها إتمام إجراءات الصفقة من تحويلات مالية وتحويل عقد الملكية للسلع، أما بالنسبة للشركات التي لديها محطات تجارة داخل البورصة فتقوم بماته العمليات بنفسها

b. يسهر الوسيط على تنفيذ المعاملات التي تكون الكترونية فقط، من حسابات الأموال، إلى حسابات عقود الملكية للبضائع الدولية، وتكون المعاملات كلها إلكترونية في أنظمة إلكترونية معدة مسبقا لهذا الغرض.

c. التسليم والإستلام للأموال والبضائع: بعد إتمام المراحل السابقة، تأتي مرحلة تسليم البضائع الدولية واستلام الأموال، والتي تكون إلكترونية داخل بورصة البضائع، إلا أن التسليم الفعلي للبضائع يكون خارج البورصة وفي دول غير تلك الدولة التي تم فيها التسعير.

d. تكون عملة التسعير بعملات قيادية عادة مثل الدولار أو الأورو... الخ، وقد تكون بعملات إقليمية مثل اليوان الصيني والروبل الروسي والروبية الهندية... الخ

4. الغرض من التعامل بالبضائع الدولية: يكون البيع والشراء في السوق التقليدية للسلع وحتى الخدمات غرض منها هو إستعمالها في حاجة محددة كالغذاء والطاقة وغيرها، إلا أنه في بورصة البضائع الدولية لا يكون شراء السلعة دائما بغرض إستعمالها، وعليه فإننا نورد الغرض من التعامل بالسلع الدولية على النحو الآتي:

a. المضاربة: تعني المضاربة الشراء عندما تكون الأسعار متدنية، والبيع عندما ترتفع، وعليه فالمضاربة على السلع الدولية يكون بغرض الاستفادة من فروقات الأسعار، وعادة ما ترفع هاته العملية أسعار السلع الدولية لأكثر من سعرها الحقيقي، وهو ما يكون له انعكاس سلبي على تكلفة الانتاج فيما بعد، خاصة إذا كانت في السلع الغذائية واسعة الاستهلاك.

b. التجارة: وتكون بغرض إستخدام السلعة الدولية في بلده الأصلي بإعادة بيعها كتاجر، او لإستخدامها في العملية الانتاجية.

c. التحوط (الإحتياط): يقصد بالتحوط العمل على تفادي الخسائر في المستقبل، نتيجة توقع حدث معاكس قد يحقق خسارة، وعليه يلجأ المضاربون في البورصة إلى إبرام عقد، ثم مباشرة يتم إبرام عقد مماثل عكسي له، فلما يأتي وقت التصفية يجد نفسه وقد احتاط للخسارة مسبقاً.

الفصل الثالث:

الوسطاء الماليون في البورصة

تمهيد:

يسمى من يقومون بإجراءات مبادلة وإكتتاب الجمهور في الأوراق المالية على مستوى السوق الأولي أو الثانوي بالوسطاء، لأنهم يتوسطون بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، سواء بتعبئة الإدخارات وإعادة توجيهها كقروض*، أو من خلال التوسط بين الشركات المصدرة للأوراق المالية بغرض التمويل وبين الجمهور الراغب في الاستثمار في هاته الأوراق المالية، وتقتصر طبيعة هاته الوساطة الأخيرة على إجراء المعاملات بين الطرفين مقابل عمولة يأخذها الوسيط**، هاته الوساطة التي تمارسها البنوك والمؤسسات المالية في السوق الأولي، وتمارسها مؤسسات الوساطة المالية المتخصصة، إضافة الى الاشخاص الطبيعيين على مستوى البورصة، وهي الوساطة موضوع دراساتنا في هذا المحور.

أولاً: تعريف الوسطاء الماليين.

نقوم هنا بتعريف الوسطاء الماليين في السوق الأولي، والسوق الثانوي، مع الإشارة لحالة الجزائر عند الضرورة للمقارنة والتوضيح، هاته التعاريف نسوقها على النحو الآتي:

❖ **التعريف الأول:** "هو بنك و/أو مؤسسة مالية تقدم خدمات الوساطة المالية، حسب المادة 71 من الأمر 03-11*** المتعلق بالنقد والقرض في الجزائر، بين الشركات أو الجهات التي تلجأ للإدخار العلني،

* تمارسها البنوك في السوق الأولي وليس لها علاقة بالبورصة، وتسمى بنظام التمويل غير المباشر، وسمي بغير المباشر، لأن أصحاب الفائض وأصحاب العجز لا يعرفون بعضهم البعض، بحيث يكون البنك أو المؤسسة المالية وسيط تعبئة للإدخارات ومقرض لها. أنظر:

عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر 2000، ص.ص. 103. 104.
شاكر القزويني، محاضرات في إقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1992، ص.90.

** تكون هاته الوساطة كخدمة لإتمام عملية الإكتتاب بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، وتكون على مستوى السوق الأولي لسوق الأوراق المالية (البورصة)، كما تكون على مستوى البورصة (في السوق الثانوي)، وتكون هاته الوساطة مقابل عمولة والتي تتحدد بحسب طبيعة الخدمة المقدمة،

*** تقصدنا الإشارة الى الخدمات المصرفية المحددة في جزء من المادة 71 من الأمر 03 - 11 المتعلق بالنقد والقرض، حتى نفرق بين الوساطة التي تمارسها البنوك التجارية والمؤسسات المالية، بين أصحاب العجز المالي وبين أصحاب الفائض المالي المذكورة في العملية المصرفية الأساسية، المحددة في المواد 44 و 45 من من الأمر 03 - 11 المتعلق بالنقد والقرض، المؤرخ في 26 اوت 2003. والتي تسمى بالتمويل غير المباشر، وهي العمليات المصرفية الأساسية للبنوك التجارية، وليس لها أي علاقة بالوساطة في محورنا هذا، لا في السوق الأولي ولا في السوق الثانوي.

وبين الجمهور الراغب في الإستثمار في هاته الأوراق المالية المطروحة للإكتتاب، من أجل إتمام إجراءات الإكتتاب"¹.

يركز هذا التعريف على تلك العمليات المصرفية المحددة في الفقرات 03 و 04 و 05، المادة 71 من الأمر 03 - 11 المتعلق بالنقد والقرض، المؤرخ في 26 اوت 2003، وهو يركز على خدمة الوساطة من أجل إتمام إجراءات الإكتتاب بين الجهات المصدرة للأوراق المالية في السوق الأولي وبين الجمهور الراغب في الإكتتاب في هاته الأوراق المالية، بغية تحقيق عوائد منها.

❖ **التعريف الثاني: يعرف الوسيط بأنه:** "الذي يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة، كوسيط في عمليات البورصة"².

يركز هذا التعريف على الوساطة في البورصة حصراً، والتي لا تكون إلا من خلال وسطاء ماليين، يتم تكليفهم من قبل الجمهور الراغب بالإستثمار في البورصة، سواء كان الوسيط مؤسسة مالية متخصصة في الوساطة المالية داخل البورصة، و/أو اشخاص طبيعيين معتمدين لدى البورصة من أجل إتمام المعاملات.

تنص المادة 05 من القانون 03 - 04 المتعلق بتنظيم المؤتمن المركزي للسندات، المؤرخ في 17 فيفري 2004، على أنه "لا يجوز اجراء أية مفاوضات تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة، إلا داخل البورصة ذاتها، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة"³، وعليه فإن العمليات داخل البورصة، لا تتم إلا من خلال وسطاء سواء أكانو شركات وساطة، أو أفراد طبيعيين، وذلك مقابل عمولة، وتنحصر وساطتهم في تنفيذ إجراءات البيع والشراء، أو تقديم خدمات الاستشارة وتسيير المحافظ المالية داخل البورصة.

من خلال التعريفين السابقين، يمكننا إستنتاج تعريف جامع ومانع للوسطاء الماليين على النحو

الآتي:

¹ المادة 71 من الأمر 03 - 11 المتعلق بالنقد والقرض، المؤرخ في 26 اوت 2003.

² المادة 04 من القانون 03 - 04 المتعلق بتنظيم المؤتمن المركزي للسندات، المؤرخ في 17 فيفري 2004، بتصريف.

³ المادة 05 من القانون 03 - 04 المتعلق بتنظيم المؤتمن المركزي للسندات، المؤرخ في 17 فيفري 2004.

" بنوك تجارية و/أو مؤسسات مالية في السوق الأولي، تؤدي خدمات الوساطة حسب الفقرات 03 و04 و05 من المادة 71 من الأمر 03 - 11 المتعلقة بعمليات إكتتاب وتسيير وحفظ المحافظ المالية، أما في السوق الثانوي فالوسيط هو مؤسسات وساطة مالية و/أو أفراد طبيعيين على مستوى البورصة، مهمتهم الوساطة بين الطرفين لإتمام إجراءات البيع والشراء وخدمات الإستشارة المالية في السوق الثانوي".

خصائص الوساطة المالية: من خلال التعاريف السابقة يمكننا إستخلاص خصائص الوساطة المالية في السوق الأولي وفي السوق الثانوي على النحو الآتي:

- أ. أن الوسيط يقوم بالتوسط بين الطرفين من أجل إتمام إجراءات البيع والشراء للأوراق المالية، مقابل عمولة اساسا، كما يقدم خدمات أخرى متعلقة بالوساطة المالية للطرفين.
- ب. الوسيط لا يجب طرفي العملية (أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي)، وإنما مهمته هي إجراء المعاملات فقط.
- ج. الوسيط يكون شركة كالبنوك التجارية، او فردا طبيعيا، مهمته إجراء المعاملات، وقد يكون الفرق في طبيعة الخدمات المالية.

ثانيا: أنواع الوسطاء الماليون.

حتى نكون منهجين في الطرح، وجب علينا تقسيم الوسطاء الماليون الذي يمارسون الوساطة المالية لصالحهم الخاص، أو لصالح الجمهور مقابل عمولة، على أساس طبيعة عمل الوسيط، والسوق الذي يمارس فيه الوساطة، على أن الوساطة التي نقصدها هنا، سواء أكانت في السوق الأولي أو في السوق الثانوي وهو "البورصة" هي الوساطة التي تكون في بيع وشراء أوراق مالية في السوق الأولي أو في السوق الثانوي، وعليه فإن الوسطاء في السوقين هم على النحو الآتي:

ثانيا: - 01: الوسطاء في السوق الأولي.

يمارس الوساطة في السوق الأولي البنوك التجارية، والمؤسسات المالية، إلا أن طبيعة الوساطة تختلف من البنوك التجارية إلى المؤسسات المالية، وذلك حسب نوع الوسيط، ونقصد هنا الوسيط من حيث طبيعة الوساطة التي يمارسها، والتي نذكرها على النحو الآتي:

أ. الوسيط مغطي الإصدار:

هو بنك تجاري يقدم خدمات الوساطة المالية للشركات التي تطرح أوراقها المالية للجمهور بلجوئها للإدخار العلني، حيث يقوم بدراسة السوق لصالح المؤسسة، ويقوم بكافة المراحل التي تستغرقها عملية طرح الأوراق المالية للإكتتاب من قبل الجمهور، سمي مغطي الإصدار لأنه يتعهد للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية، بتغطية كمية الإصدار المتبقي الذي لم يستطع بيعه للجمهور.

مثال: تم إصدار 1000 سهم لمؤسسة صيدال، وقد تم بيع 700 سهم بعد بذل أقصى جهد ممكن من طرف البنك، بقي 300 سهم، يقوم البنك بشرائها بنفسه والإستثمار فيها، وبذلك يتم تغطية كل الكمية المصدرة للإكتتاب.

ملاحظات:

- ❖ بالنسبة لعملية الوساطة "تغطية الإصدار" تكون تكاليفها أعلى من تلك التي تكون دون تغطية، وتكون العمولة التي يأخذها البنك التجاري على 1000 سهم المصدرة كلها، سواء التي تمكن من بيعها للجمهور، أو تلك الحصة المتبقية والتي اكتتب فيها هو بنفسه.
- ❖ بالنسبة للمؤسسات المصدرة: تكون عملية الوساطة بتغطية الإصدار أحسن للمؤسسة الاقتصادية، خاصة تلك التي تعاني من عجز كبير في التمويل، أو تلك التي تعاني عدم إقبال نتيجة ظرف ما من الجمهور، لأن حجم الإصدار قد تم بيعه بمجرد إصداره، ولا يهتمها من هي الجهة التي إكتتبت فيه.
- ❖ ليس بالضرورة أن يكون البنك " الوسيط مغطي الإصدار" هو نفسه البنك الذي قام بعملية الطرح من بدايتها، فقد يكون بنك أو مؤسسة مالية، تقوم بتصريف الإصدار للجمهور، بهدف الحصول على

العمولة، إلا أن الغالب على هاته العملية هو أن يكون بنك تجاري ضخم، وله انتشار اقليمي واسع، ويقوم بالعملية من بدايتها.

ب. الوسيط مصرف الإصدار:

هو بنك و/أو مؤسسة مالية، تقوم بعملية الإصدار من بدايتها لصالح المؤسسات التي تلجأ للإدخار العلني، سمي مصرف الإصدار لأنه يقوم بتصريف (بيع) الأوراق المالية المصدرة للجمهور، ويأخذ مقابلها عمولة، وتكون العمولة على حسب كمية الأوراق المالية التي تم بيعها للجمهور.

مثال: تم إصدار 1000 سهم لمؤسسة صيدال، وقد تم بيع 800 سهم بعد بذل أقصى جهد ممكن من طرف البنك، بقي 200 سهم، يقوم البنك بإرجاعها للمؤسسة المصدرة لها، ويأخذ العمولة على كمية الأوراق المالية التي تمكن من تصريفها فعلا.

نشير هنا إلى أن الوسيط مصرف الإصدار نوعين هما:

❖ **الوسيط مصرف الإصدار الذي يبذل أقصى جهد:** وهو الوسيط الذي يقوم بتعبئة إمكانياته المالية والبشرية والإعلامية... الخ، من أجل بيع أقصى قدر ممكن من الأوراق المالية المصدرة.

❖ **الوسيط مصرف الإصدار العادي:** وهو الذي يكون في غالب الأحيان مؤسسات مالية ليس لها انتشار جغرافي كبير، وليس لها تلك الإمكانيات التي تستطيع من خلالها الترويج للإصدارات الجديدة وجذب الجمهور للإكتتاب فيها، وعليه تقوم بتصريف الإصدارات على قدر إمكانياتها، وغالبا لا تقوم بالترويج الإعلامي للإصدارات، بل تكتفي بالبيع للجمهور وتأخذ عمولة على قدر كمية الإصدارات التي تم الإكتتاب فيها فقط.

من غير البنوك التجارية، أو المؤسسات المالية التي تمارس الوساطة المالية في السوق الأولي، وبغض النظر عن طبيعة الوساطة إن كانت مصرف إصدار أو مغطي إصدار، نطرح التساؤل التالي:

باعتبار أن الخزينة العمومية، بنك الجزائر، وبريد الجزائر، من مكونات الجهاز المصرفي الجزائري، هل تمارس الوساطة في السوق الأولي؟ ولصالح من تمارس الوساطة المالية؟ هل تأخذ عمولة مقابل تصريف الإصدارات للجمهور؟

للإجابة على هاته التساؤلات، نتطرق إلى الوضعية القانونية لكل جهة، وطبيعة الوساطة التي تمارسها، على النحو الآتي:

❖ الخزينة العمومية في الجزائر:

الخبزينة العمومية في الجزائر ليست بنكا تجاريا، وليست مؤسسة مالية، بل هي وحدة محاسبية¹، أي هي محاسب الدولة في تسيير الأموال العمومية، من إيرادات ونفقات ودين عام لا غير، وهي لا تملك رأسمال تجاري، وليس لديها سجل تجاري، ولا تخضع للقانون التجاري، يراقبها مجلس المحاسبة في عملها إضافة إلى البرلمان.

تمارس الخزينة العمومية الوساطة المالية لصالحها حصرا، وتكون هاته الوساطة متمثلة في بيع وترويج سندات وأذوناتها للجمهور، وتتعامل مع الجمهور مباشرة، ليس لها عمولة على هاته الوساطة لأنها تمارسها لصالحها الخاص، وتمارس هاته الوساطة عندما تكون لديها سندات خزينة* غالبا وليس أذونات خزينة**، تمارس الوساطة لصالحها لإنتشارها الجغرافي فهي لديها إنتشار في كامل التراب الوطني، إن لم تكن بلدية فهي ما بين البلديات ناهيك عن المقرات الفرعية الولائية، ما يمكنها من تسويق أكبر قدر منها، وتحصيل التمويل اللازم لها.

❖ البنك المركزي في الجزائر (بنك الجزائر):

بنك الجزائر هو مؤسسة جمهورية، مستقلة بذاتها، له رأس مال خاص به، إلا أنه ليس مؤسسة ربحية، وإن كانت له أرباح فهي عرضية، بتسيير السياسة النقدية بما يخدم تحقيق الأهداف النهائية للسياسة

¹ خليل عبد القادر، الاقتصاد البنكي مدخل معاصر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2017، ص44.

* سندات الخزينة هي صكوك مديونية تقوم الخزينة العمومية بإصدارها للجمهور للإكتتاب فيها، وتوجه أموالها لتمويل المخططات التنموية متوسطة وطويلة الأجل، مثل قرض النمو سنة 2015 في الجزائر، وعليه فهاته السندات تكون مدتها متوسطة وطويلة الأجل تصل حتى 30 سنة.

** أذونات جمع أذون، وهي سندات مديونية أيضا، تصدرها الخزينة العمومية لتمويل الموازنة العامة السنوية، وعليه فهاته السندات تكون قصيرة الأجل في حدود 06 أشهر وإستثناء 18 شهرا، إلا أن الغالب عليها أن البنك المركزي من يقوم بتسويق هاته الأذونات نيابة عن الخزينة باعتباره بنك الدولة ومستشارها المالي، كما أن له القدرة على فرضها على البنوك التجارية لشرائها، لما له من آليات ضغط عليها أهمها نافذة الخصم باعتباره الملجأ الأخير للإقراض.

الإقتصادية، أسس في 13 ديسمبر 1963م، لا يخضع للقانون التجاري وليس له سجل تجاري، إلا أنه يتعامل باعتباره تاجر مع الغير.

يمارس بنك الجزائر الوساطة من وجهين على النحو الآتي:

1. يتدخل في السوق المالية والسوق النقدية وسوق الصرف الأجنبي بائعا و/أو مشتريا، من خلال ما يسمى آلية السوق المفتوحة، وهدفها ضبط إيقاع السوق، فلو تدخل على سبيل المثال مشتريا في سوق السندات لسندات الخزينة، هدفه تمويل البنوك وضخ السيولة وليس تمويل الخزينة العمومية، ويكون له أرباح من وراء هاته العمليات، وهدفه ليس تحقيق الأرباح بالدرجة الأولى، وإنما إعادة تمويل البنوك التي تمتلك هاته السندات.

2. يمارس الوساطة لصالح الخزينة العمومية، وذلك بتصريف أذونات الخزينة لصالحها الخاص، ويأخذ عمولة أحيانا وقد لا يأخذ عمولة حسب مدى إستقلاليته، وحسب الوضعية المالية والنقدية في الإقتصاد.

❖ مؤسسة بريد الجزائر :

بريد الجزائر ليس بنكا، فليس له رأس مال خاص به ولا يقدم القروض، كما أنه لا يقبل الودائع*، ليس مؤسسة مالية، وإنما مؤسسة ذات طابع تجاري وصناعي** حسب المادة 01 من المرسوم 43-02 المؤرخ في 14 جانفي 2002 والتي تنص " تنشأ تحت تسمية " بريد الجزائر " مؤسسة عمومية وطنية ذات طابع صناعي وتجاري، تدعى في صلب النص " المؤسسة " تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتخضع للقوانين والتنظيمات المعمول بها ولأحكام هذا المرسوم "، تتمتع مؤسسة بريد الجزائر بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي، وتتعامل كتاجر مع الغير،

* يقدم بريد الجزائر بعض الخدمات المصرفية، وتعد الأموال المودعة لديه عبارة عن تحويلات مالية بين الحسابات، تدفع عليه رسوم خدمة التحويل.

** تأخذ بريد الجزائر طابعها القانوني كمؤسسة ذات طابع تجاري وصناعي، من القانون 88-01 المؤرخ في 13 جانفي 1988 المسمى القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الإقتصادية، والذي ينص على "عندما تتمكن هيئة عمومية من تمويل أعبائها الإستغلالية جزئيا أو كليا عن طريق عائد بيع إنتاج تجاري ينتج طبقا لتعريفه معدة مسبقا، ولدفتر الشروط العامة الذي يحدد الأعباء و التقيدت التي تعود على عائق الهيئة، والحقوق والصلاحيات المرتبطة بها، وكذا عند الإقتضاء حقوق وواجبات المستعملين، فإنها تأخذ تسمية هيئة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري".

مؤسسة بريد الجزائر تعمل كعون تصريف أموال لصالح الخزينة العمومية، ويتبع في إدارته وزارة البريد وتكنولوجيا الإعلام والاتصال، فليس له رأس مال ولا يهدف للربح وإن كانت له أرباح عرضية من تعامله مع أصحاب الحسابات في الوظيف العمومي خاصة والجمهور الآخر بغية تأدية الخدمات المالية والبريدية التي تكون من ورائها رسوم هي أرباحه، ومع ذلك يعد تاجرا في تعامله مع الغير¹ مهما كان الظرف وطبيعة العملية المالية التي لا تتعدى تحويل الأموال، حتى عند وضع الأموال كوديعة فهي لا تعد وديعة، وإنما تحويل أموال إلى الحساب البريدي الجاري، يأخذ عليها رسوم الإيداع والسحب وتعد أموال قيد السحب وتحت الطلب فورا.

يخضع بريد الجزائر للقانون التجاري*، وليس له سجل تجاري، يمارس عملية الصندوق حصرا من العمليات المصرفية الأساسية، وعملية تحويل الأموال من العمليات المصرفية الثانوية، فقط ليس إلا، فهو لا يتعامل بالوديعة والقرض نهائيا.

يمارس بريد الجزائر الوساطة المالية في السوق الأولي حصرا لصالح الخزينة العمومية*، من خلال تصريف سندات الخزينة فقط متوسطة وطويلة الأجل، ولا يمكنه تصريف أذونات الخزينة التي يتولاها بنك الجزائر، يمارس الوساطة لصالح الخزينة العمومية لإنتشاره الجغرافي فهو في كل بلدية له فرع أو أكثر حسب الكثافة السكانية للبلدية، لا يأخذ عمولة على وساطته لصالح الخزينة العمومية على إعتبار أنه عون تصريف أموال لصالح الخزينة العمومية في أساسه، فبريد الجزائر من "المؤسسات المالية غير الخاضعة للقانون البنكي، هي عبارة عن المؤسسات التي تدخل في الدائرة النقدية للخزينة العمومية"².

¹ وقد نصت المادة 45 الفقرة 02 من القانون 88 - 01 أعلاه "وتعد تاجرة في علاقاتها مع الغير وتخضع لقواعد القانون التجاري".
* تخضع مؤسسة بريد الجزائر للقانون الخاص (القانون التجاري) باعتبارها تاجرة وتستعمل أساليب التسيير التي يستخدمها الخواص، وهو ما تضمنته المادة 03 الفقرة 02 من المرسوم التنفيذي 02-43 والتي تنص "وتعد تاجرة في علاقاتها مع الغير".

* شكلت عملية الوساطة المالية في سنة 2015 التي باشرها بريد الجزائر، من خلال وساطته لصالح الخزينة العمومية في تصريف سندات الخزينة "قرض النمو"، الذي طرحته وزارة المالية، وبغض النظر عن مدى نجاح العملية أو فشلها فإن ما يهمنا هو أن بريد الجزائر مارس الوساطة المالية لصالح الخزينة فقط وفي السوق الأولي فقط، وفي سندات الخزينة وليس اذونات الخزينة.
² خليل عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص44.

ثانيا - 02: شروط ممارسة مهنة الوساطة في البورصة (السوق الثانوي)، وأهم أنواع الوسطاء فيها.

ونتطرق فيه إلى شروط ممارسة مهنة الوساطة داخل البورصة على سبيل الإحتراف، ثم نتطرق إلى أنواع الوسطاء داخل البورصة، وذلك النحو الآتي:

1. شروط ممارسة مهنة الوساطة في البورصة:

الوسيط في البورصة مهما كان موضوع تداولها، على غير الوسيط في السوق الأولي، ففي السوق الأولي يكون بنك تجاري أو مؤسسة مالية فقط، أما في البورصة فقد يكون شخص طبيعي يمارس الوساطة المالية، وقد يكون مؤسسة مالية متخصصة في الوساطة المالية في البورصة حصرا، وعلى سبيل الإحتراف، قد يمارس الوساطة المالية لصالحه الخاص أو يمارسها لصالح الغير، وعليه نقوم بتحديد شروط ممارسة الوساطة المالية في البورصة للشركات وللأشخاص الطبيعيين، وذلك على النحو الآتي¹:

❖ شروط ممارسة الوساطة للشخص الطبيعي:

1. أن يكون حاصل على مؤهل جامعي في الأسواق المالية، وقد إجتاز دورة في عمل البورصات، والوساطة المالية في البورصات.
2. لديه رأسمال محدد يشارك به في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
3. الأهلية القانونية، وحسن السيرة والسلوك قبل تقديم الطلب، والجنسية في بعض الدول.

❖ شروط ممارسة الوساطة لشركات الوساطة المالية في البورصة:

1. يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛
2. أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم؛
3. أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات؛
4. أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما؛

¹ R.roum et christian, droit civil les obligations, le contrat, T111.

5. تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية¹.

6. تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

2. أنواع الوسطاء الماليون في البورصة:

لا نفرق بين البورصات من حيث موضوع نشاطها، إن كانت بورصة أوراق مالية أو بورصة بضائع، أو بورصة عملات... الخ، فالوسطاء الماليون في البورصة أياً كان موضوع عملها هم نفس النوع حسب معيار التقسيم الآتي:

1. **حسب معيار محدودية النشاط:** حسب هذا المعيار فإن الوسطاء الماليون في البورصة مهما كان موضوعها، ينقسمون على النحو الآتي²:

a. **الوسيط ذو النشاط المحدود:** وهو الوسيط الذي تكون مهمته محصورة في تنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح الجمهور، دون أن تكون له حق المتاجرة في الأصول المالية داخل البورصة لصالحه الخاص، ويكون دائماً شخصاً طبيعياً، سمي ذو النشاط المحدود لأن نشاطه داخل البورصة تم تحديده، بحيث لا يمكنه ممارسة نشاط آخر غير الذي تم تحديده له عند الإعتماد، وهو التفاوض على الأصول المالية لصالح الجمهور فقط، وتنفيذ أوامر البيع والشراء، دون الخدمات الأخرى، التي يمكن أن يقدمها الوسطاء الآخرون للجمهور داخل البورصة، بالإضافة إلى أن هذا النوع من الوسطاء لهم عقود داخل البورصة لا يمكنهم تنفيذها ولا التعامل بها حتى لصالح الجمهور، مثل عقود "البيع على المكشوف".

b. **الوسيط ذو النشاط غير المحدود:** وهو الوسيط الذي يكون نشاطه داخل البورصة غير محدود، من حيث عدد وطبيعة العمليات والخدمات التي يمكنه تقديمها للجمهور داخل البورصة، ناهيك عن التعامل بها لصالحه الخاص، فهو يقدم خدمة التفاوض وتنفيذ عمليات البيع والشراء لصالح الجمهور، خدمات

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم إقتصادية، جامعة الجزائر 2006، ص53.

² مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالي، دار الفا دوك، الجزائر 2019، ص. ص 122 - 125 بتصرف

الإستشارة المالية، تسيير المحافظ المالية... الخ، كما أنه يتعامل وينفذ لصالحه الخاص ولصالح الجمهور بكل العقود الموجودة داخل البورصة مهما كان موضوع نشاطها مثل "عقود البيع على المكشوف"، غالباً ما تكون شركات الوساطة المالية المتخصصة في الوساطة المالية على سبيل الإحتراف داخل البورصة هي التي تأخذ هذا النوع من النشاط، نظراً لإمكاناتها البشرية والتقنية والفنية، إضافة إلى أن التعامل بهاته الخدمات يتطلب أحياناً ضمانات ومخاطر، تكون الشركات أقدر على تحمل تكاليفها، مثل تكاليف توفير المعلومات وتحليلها وتوفيرها كخدمات الإستشارة المالية، والتي لا يمكن للأفراد توفيرها.

c. السعي المصنفي: السعي المصنفي هو نشاط يمارسه الوسيط في بورصة الأوراق المالية دون سواها من البورصات الأخرى، يرخص له قانوناً إستعمال أي وسيلة مهما كانت (هاتف، إعلانات، إشهار، تواصل شخصي... الخ)، للإتصال بالجمهور، وإقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة للبيع.

2. حسب طبيعة العمل الذي يمارسه الوسيط: يقسم الوسطاء في سوق البورصات مهما كان موضوع تداولها حسب العمل الذي يمارسونه داخل البورصة، وذلك على النحو الآتي¹:

a. السماسرة (سماسرة الصالة - وكلاء الصالة): الوسطاء السماسرة أو كما يتم تسميتهم وكلاء الصالة، وهم الوسطاء الذين يتلقون الأوامر من الجمهور، ويقومون على تنفيذها، وبالتالي فهم ينفذون الأوامر لصالح الغير فقط، ويكونون أفراد طبيعيين يعملون في البورصة إما لصالحهم الخاص كوسطاء مستقلين، أو كوكلاء عن شركات الوساطة المالية التي تقوم بتشغيلهم، أو حتى كوكلاء يقومون بتنفيذ الأوامر لصالح الشركات التي يكون لديها صفقات كثيرة، وبالتالي تقوم بتوكيلهم لتنفيذها، وهم ينقسمون إلى أنواع نذكرهم على النحو الآتي:

i. سمسار الصالة: وهو وسيط عادي، وغالباً ما يكون شخص طبيعي يعمل لصالحه، وقد يكون موظف لدى شركات الوساطة المالية، سمي بسمسار الصالة، لأنه المخول بإدخال أوامر البيع والشراء للعملاء في نظام تسعير وعرض البورصة، والتي تكون في قاعة التداول فقط، وهو ينفذ أوامر البيع والشراء لصالح زبائنه.

ii. الوسيط وكيل الصالة: سمي وكيل، لأنه يتم توكيله من شركات الوساطة المالية، عندما تكون لديها عدد الصفقات كبير جداً، وبالتالي يتعذر عليها تنفيذها كلها، وعليه تلجأ إلى توكيل وسطاء وهم سمسار الصالة

¹ René Rodiere, droit comerceile effets de commerce contrats comerceiaux faillites, 6emeed, dalloz 1972, p184.

العاديون، غير الموظفين لديها، تستعين بهم على تنفيذ الصفقات، مقابل عمولة، وعليه هناك إختلاف بين سمسار الصالة ووكيل الصالة من حيث الجهة التي ينفذ لها الأوامر فقط، فالسمسار ينفذ لصالح زبائنه، في حين أن وكيل الصالة ينفذ لصالح شركات الوساطة المالية، كما ننبه إلى أن سمسار الصالة قد يكون نفسه وكيل الصالة، ينفذ صفقات زبائنه و صفقات الشركات التي تستعين به، وعليه يكتسب الصفتين في جلسة تداول واحدة.

b. الوسيط المتخصص: الوسيط المتخصص، هو وسيط قد يكون شركة وساطة مالية داخل البورصة أو شخص طبيعي، سمي بالمتخصص لأنه يتخصص في تداول أصول مالية محددة فقط، كأن يحرص نشاطه على تداول سهم شركة صيدال مثلا، وبالتالي لا يحق له التداول على الأسهم الأخرى، كما أن الوسيط المتخصص يمارس أعمال وسيط صانع السوق في الأصول التي تخصص فيها فقط، ويمارس الوساطة في هاته الأسهم لصالحه الخاص ولصالح الجمهور مقابل عمولة¹، ينقسم الوسطاء المتخصصون إلى قسمين هما على النحو الآتي:

i. تجار الأوراق المالية: وهم الذين يهدفون من وراء التجارة في الأصول المالية إلى تحقيق أرباح من فروقات السعر، يشترون بأسعار منخفضة ويعيدون البيع عند ارتفاعها، وهناك من يتاجرون في المبالغ الكبيرة وهناك من يستهدفون المضاربة في المبالغ الصغيرة لتغيرات الأسهم.

ii. صانع السوق: الوسيط صانع السوق هو وسيط مالي في البورصة، مثله مثل الوسيط العادي، يقدم خدمات الوساطة المالية للجمهور مقابل عملة، كما أنه يقدم خدمات الإستشارة وتسيير المحافظ المالية وغيرها من الخدمات التي يقدمها الوسيط العادي، إلا أن صانع السوق له ترخيص من هيئة تسيير السوق وهو صناعة السوق²، والمقصود بها قيام وإستعداد الوسيط المالي المتخصص، لشراء و/أو بيع الأوراق المالية للورقة التجارية التي تخصص فيها، بحيث يشتري عندما يكون هناك عرض كبير على الورقة المالية، والعكس عند الطلب يدخل عارضا للورقة المالية، والهدف من ذلك هو ضبط تحركات وتذبذبات أسعار الأصول المالية في الحدود المعقولة، إلا أننا نشير الى أن الوسيط صانع السوق، هو وسيط متخصص في بعض الاوراق المالية فقط، محددة له من قبل لجنة تنظيم السوق، وبذلك تكون طبيعة عمله على النحو الآتي:

¹ مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الاوراق المالية، دار الفا دوك للنشر، ط01، الجزائر 2019، ص 124.

² محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص إقتصاديات الأعمال، جامعة سطيف 2013، ص 13.

1. أنه يعمل كسمسار من حيث تنفيذ اوامر الشراء والبيع، مقابل عمولة من موكله، وهنا يكون سمسار عادي مثله مثل السمسار العادي؛
2. يعمل صانع السوق كتاجر من اجل المحافظة على سيولة السوق وتعاملاته، وذلك عندما يكون تدفق السوق غير كافي، حيث يقوم بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق، وغايته في ذلك المحافظة على استمرارية السوق، شرط ان تكون التغيرات السعرية في حدود معينة، حتى لا تتضخم المكاسب والخسائر لديه¹.

¹ مصطفى كولار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص124.

الفصل الرابع

العقود الأصلية المتداولة في البورصة

تمهيد:

هناك معيار من خلاله نفرق بين البورصات، فهناك بورصة التداول الفعلي داخلها، أي يتم التسليم والإستلام للعقود والأموال داخلها، وهي بورصة الأوراق المالية، أما البورصات الأخرى (البضائع، المعادن النفيسة، العملات)، فهي بورصات تسعير للأصول فقط، أما تسليم الأصول واستلام الأموال فيكون خارج البورصة، وهذا نظرا لطبيعة الأصول المتداولة، فلا يعقل أن نأتي بشحنة نפט داخل قاعة التداول لنسعرها ونقوم بالتبادل داخل البورصة، في حين يمكننا حمل الأسهم والسندات لتسعييرها وتبادلها داخل البورصة، وعليه فإننا نتطرق في هذا المحور للعقود المتداولة داخل بورصة البضائع ومنها في بورصات المعادن النفيسة وبورصة العملات، دون أن نتطرق إلى بورصة الأوراق المالية، لأنها موجودة بكثرة المراجع التي تناولتها.

تمهيد:

تتخذ العقود الأصلية عدة تسميات في البورصة، إذا تسمى العقود الأصلية، والتي يتم تداولها في البورصة بناء على أوامر البيع والشراء، سميت بالأصلية لأن الأصل موضوع الصفقة موجود فعلا ويملكه البائع، أو يمكنه توفيره فوراً عند الطلب*، وتسمى بالعقود النقدية، لأنه يتم تسليم العقود (بضائع دولية، عملات، معادن نفيسة)، وإستلام الأموال نقداً (تحويلات بنكية)، كما تسمى بالعقود الفورية لأنه يتم تسليم الأموال وإستلام العقود في فترة تنفيذ لا تتعدى أسبوع واحد، إلا أننا نتخذ مصطلح العقود الأصلية في هذا المحور للدلالة على هاته العقود.

أولاً: تعريف العقود الأصلية في بورصة البضائع.

تعرف العقود الأصلية في البورصة هي " عقود بين البائع والمشتري، تتضمن تسعير أصل محدد، موجود فعلاً أو يمكن توفيره عند الطلب فعلاً، مع التنفيذ (تسليم الأموال وإستلام الأصل محل الصفقة) في أقصاها $t+3$ يوم".

من خلال التعريف، فإننا نكون أمام الخصائص التالية للعقود الأصلية في البورصة، وهي:

1. أن الأصل موجود فعلاً، أو يمكن توفيره عند الطلب فوراً، والعقد يتم على أصل محدد بمواصفات محددة، ويسعر يتم تحديده في جلسة التداول.
2. أن التسليم والإستلام للأموال والأصل موضوع العقد يتم خارج البورصة (بورصة البضائع، بورصة العملات، بورصة المعادن النفيسة)، من خلال التحويلات البنكية للأموال، ولذلك سمي عقد نقدي، فلا يمكن أن يكون مقايضة بين سلعتين مثلاً.
3. أن التنفيذ يكون في مدة أقصاها $t+3$ يوم، من يوم تسعير الأصل في جلسة التداول، ولذلك سمي عقداً فورياً، وعليه فأي تأخير في التنفيذ بداية من $t+3$ يترتب عليه تعويض الخسائر للمتضرر، وتكون على شكل غرامات محددة في القانون الداخلي لتنظيم ومراقبة البورصة.

* في بورصة الأوراق المالية يشترط أن تكون الأوراق المالية موضوع التبادل موجودة فعلاً، إلا أنه في بورصة البضائع، قد يكون الأصل موضوع التبادل موجودة على أرض الواقع فعلاً لدى البائع مثل المحاصيل الزراعية، أو يمكن توفيره عند الطلب فوراً، مثل البترول، فيمكن لشركة النفط توفيره عند الطلب فوراً، حتى ولو تطلب منها تشغيل كامل طاقتها الإنتاجية، وعليه فالعقود في بورصة البضائع يشترط أن يكون الأصل موجوداً أو يمكن توفيره عند الطلب دون تأخير.

4. العقود الأصلية هي عقود عاجلة، أي لا يمكن تأخير التسليم والإستلام لأي سبب كان.

ثانيا: أنواع العقود الأصلية المتداولة في بورصة البضائع.

نركز هنا على العقود الأصلية المتداولة في بورصة البضائع، وذلك على النحو الآتي:

ثانيا - 01: عقد الشراء بكامل الثمن.

1. تعريف عقد الشراء بكامل الثمن: هو " الشراء بكامل الثمن هو نوع من أنواع العمليات

العاجلة، ويراد به أن يقوم المشتري بدفع كل ثمن العقود المشتراة من خالص ماله"¹.

يركز التعريف على خاصية العملية العاجلة للعقد الأصلي "الشراء بكامل الثمن"، والذي يترتب عليه دفع القيم الكلية للصفقة في فترة التنفيذ المحددة بسعر جلسة التداول، دون القدرة على تأخير التسليم والإستلام إلى أجل آخر.

وعليه، يمكننا تعريف عقد الشراء بكامل الثمن: هو "عقد أصلي، على أصل محدد تم تسعيره في

جلسة التداول في البورصة، يسدد قيمة الصفقة كاملة.

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

* سمي عقد الشراء بكامل الثمن، لأن قيمة الصفقة يتم تسديدها كاملة عند التنفيذ، من قبل المشتري، وتكون الأموال في حوزة المشتري، ولا يهم الجهة التي حصل منها على الأموال، المهم أن تكون قيمة الصفقة كاملة، ولم يلجأ المشتري للإستدانة من وسطاء البورصة.

* الأصل موجود فعلا، ويتم التنفيذ عليه في مدة $t+3$ يوم، وتسلم الأموال كاملة.

* التنفيذ يكون حسب السعر الذي تم تحديده في جلسة التداول في البورصة، دون أن يكون هناك إخلال من الطرفين البائع والمشتري عند التسليم والإستلام.

* يتم تسديد قيمة الصفقة كاملة بما فيها عمولة الوسيط، ورسوم التعامل داخل البورصة.

¹ فتحي سليم وزياد غزال، "حكم الشرع في البورصة"، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط 02، الأردن 2003، ص 14.

2. الأطراف المتعاملة بعقد الشراء بكامل الثمن:

1.2. البائع: وهو صاحب البضاعة الدولية، يملكها وقت التبادل والتسعير في بورصة البضائع،

او يكون قادرا على توفيرها عند التنفيذ، وغالبا ما يكون البائع لعقد الشراء بكامل الثمن شركة منتجة، وليس مضاربا في السوق، فالمضاربون يتعاملون بالعقود المشتقة وليس بالأصلية.

1.3. المشتري: وهو الذي يطلب البضاعة الدولية لغرض استعمالها، ويكون شركة إنتاجية،

وليس مضاربا في غالب الأحيان.

1.4. الوسيط: يقوم الوسيط (وسيط البائع، ووسيط المشتري) بتنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح

البائع ولصالح المشتري مقابل عمولة، يقوم السمسار العادي بتنفيذ هذا النوع من الأوامر لأنها لا تحتوي على تعقيدات تستوجب معاملات خاصة، كما لا تشترط أن يكون الوسيط شركة وساطة مالية، بل يكفي أن يكون وسيط شخص طبيعي، وذو نشاط محدود حتى ينفذ هذا النوع من العقود.

3. مزايا وعيوب التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

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

1.3. مزايا التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

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

2.3. عيوب التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

1. قد يفوت فرص استثمارية من تقلبات الأسعار.

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

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

ثانيا - 02: عقد الشراء بالهامش " بجزء من الثمن - Margin Buying " .

المتعارف عليه في تعاملات البورصة مهما كان موضوعها، هو أن قيمة الصفقة تدفع كليا من طرف المشتري دون أي تأخير، فلا وجود للشراء بالدين أو الشراء بالأجل في البورصات، مهما كان الأصل موضوع التداول، كما أن تسليم الأصل يكون فوراً أيضا ودون تأخير من البائع، وعليه نشير إلى أن عقد الشراء بجزء من الثمن يسمى بهذا الاسم، لأنه يتم دفع جزء من قيمة الصفقة الكلية من طرف المشتري، ويتم دفع الجزء المتبقي من خلال قرض يكون مصدره وسطاء البورصة نفسها، إما من الوسيط المكلف بالتنفيذ، أو من وسيط (شركة مالية متخصصة في الوساطة المالية)، تعمل داخل البورصة نفسها.

1.2. تعريف عقد الشراء بالهامش " بجزء من الثمن": هو "يقصد بالشراء بالهامش إتفاق بين

شركة الوساطة المالية وأحد عملائها، على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم

لسداد جزء من ثمن الصفقة لحساب العميل"¹.

يركز التعريف على طبيعة الإتفاق الذي يتم بين شركة الوساطة المالية من جهة، وبين عميلها من جهة أخرى، من أجل تمويل هذا الأخير في إتمام دفع كامل مبلغ الصفقة، على إعتبار أن قيمة الصفقة في البورصة تدفع كاملة، ودفعة واحدة، وعليه يلجأ العميل إلى الإستدانة، ولكن من شركات الوساطة المالية العاملة في البورصة حصرا، فلو إستدان من بنك تجاري على سبيل المثال من السوق المصرفي فيصبح العقد الشراء بكامل الثمن، لأن العميل أحضر قيمة الصفقة كاملة عند إتمام الصفقة في البورصة.

❖ **التعريف الثاني:** هو " عقد يغطي جزء من تكلفة الشراء نقدا، ويغطي ما تبقى من خلال الحصول على

قرض من السمسار، بموجب عقد إتفاق العميل، يدعى القرض الذي يحصل عليه المستثمر بالرصيد المدين، وتحسب له فائدة، تتناسب مع الفائدة التي يقرض بها المصرف "بيت السمسرة" الذي منح المستثمر القرض، فضلا عن خدمات السمسار و ضمان القرض هو الأصل محل الشراء بالهامش، ويعد ذلك الجزء

¹ البورصة المصرية، الشراء الهامشي، متاحة على الموقع www.egx.com.eg، أطلع عليه يوم 2020/07/19.

الذي تم دفعه من الزبون بمثابة الهامش المبدئي، ويحدد بموجب تشريعات، فضلا عن تأثره بظروف السوق¹.

من خلال هذا التعريف، يتضح لنا أن هناك أنواع من الهامش التي يتضمنها العقد، كما أن القرض يتم بين الوسيط (شركة الوساطة المالية)، وبين العميل، يكون القرض بفائدة تتوافق وقروض السوق المصرفي، كما أن فائدة القرض لا تلغي عملية تنفيذ الأوامر لصالح العميل، كما يدرج التعريف ضمان القرض وهو الأصل محل التداول، إلا أن التعريف لا يظهر طبيعة الهامش المبدئي الذي يجب على العميل ان يحضره من أجل بداية فتح الصفقة كشرط ضروري أساسي.

❖ **التعريف الثالث: هو** " هو شراء الأوراق المالية من خلال شركات السمسرة في الأوراق المالية أو الشركات المرخص لها بالعمل بنشاط أمناء الحفظ عن طريق سداد جزء من ثمن الأصل عند الشراء وتأجيل سداد باقي الثمن، على أن تقوم شركة السمسرة أو أمين الحفظ بتدبير الأموال اللازمة لتسوية عملية الشراء في المواعيد المقررة مقابل حصولها منه على تكلفة التمويل".

وعليه يمكننا تعريف عقد الشراء بالهامش على النحو الآتي: هو "عقد بين مؤسسة الوساطة المالية في البورصة وبين العميل، يتضمن دفع العميل جزء من قيمة الصفقة، فيما يتم دفع الجزء الباقي من خلال قرض من شركة الوساطة المالية في بورصة البضائع، أو أي شركة وساطة أخرى تعمل داخل نفس البورصة".

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

- أ. أن العميل (المشتري) يقوم بدفع جزء من ثمن الصفقة، يسمى بالهامش، وهو المبلغ الذي يتمكن المشتري من توفيره لإجراء الصفقة.
- ب. أن الهامش له أنواع سنذكرها لاحقاً.
- ج. أن الجزء الباقي من قيمة الصفقة يتم دفعها من خلال قرض، توفره شركات الوساطة المالية داخل البورصة نفسها، ولا يمكن توفيره من الخارج، وإلا صرنا أمام عقد الشراء بكامل الثمن.

¹ عبيدات عبد الكريم، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، مطبوعة مقيمة من المجلس العلمي لكلية العلوم الإقتصادية، جامعة البويرة، موجهة لطلبة السنة أولى ماستر، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي، البويرة 2006، ص06. بتصرف

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

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

و. يشكل هذا القرض رافعة مالية جيدة للمستثمر من خلالها يمكنه توفير تمويل كبير لإستثماراته.

2. إجراءات التعامل عقد الشراء بالهامش:

يتم هذا الأسلوب وفقاً للآلية التالية:

- ❖ يقوم المتعامل بفتح حساب لدى الوسيط يطلق عليه حساب التعامل بالهامش؛
- ❖ يضع المتعامل في الحساب أعلاه مبلغاً يمثل التمويل الذاتي له، وهو الهامش المبدئي الذي يتمكن العميل من إحضاره، ويكون بمثابة هامش الأمان بالنسبة للوسيط.
- ❖ يتولى الوسيط تمويل الجزء الباقي من الصفقة بأموال يحصل عليها من مصادره التمويلية، أو من رأس مال الشركة التي تقدم خدمة الوساطة المالية في البورصة؛
- ❖ هناك إختلاف في طبيعة عقد الشراء بالهامش بين البورصات، ففي بورصة البضائع يقوم بنك من خارج بورصة البضائع بتقديم خدمة خطابات الضمان للقرض، لأن الأصول المشتراة (بضاعة دولية)، لا يمكن حجزها كضمان، في حين تبقى الأسهم المشتراة محجوزة لدى الوسيط كضمان للقرض في بورصة الأوراق المالية؛
- ❖ يبقى الهامش المبدئي (التمويل الذاتي) مفتوحاً لدى الوسيط ما دام المركز غير مغلق وذلك لاستخدام الرصيد لتغطية خسائر العميل؛
- ❖ يدفع المتعامل للوسيط فائدة عن المبالغ المقرضة منه لاتمام الصفقة إذا كان القرض بفائدة، أو العمولة فقط إذا كان القرض بدون فائدة؛
- ❖ يجري تحديد نسبة الهامش (التمويل الذاتي) المشار إليه إلى مجموع قيمة الصفقة وفق الظروف السائدة في البورصة، وطبيعة العلاقة التي تربط المتعامل والوسيط، وكذلك طبيعة الأصول الممولة ودرجة تقلبها¹.

¹ وليد مروان عليان، أثر إستخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على اسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص: إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن 2009، ص23.

3. أنواع الهامش في عقد الشراء بالهامش (بجزء من الثمن):

في عقد الشراء بجزء من الثمن، يُستخدم في البورصة نوعان من الهامش:

- أ. **الهامش المبدئي:** ويقصد به الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص عند إرادة الشراء، وغالباً لا تزيد عن 60% من قيمة الصفقة، إلا أن العميل يمكنه إحضار هامش قد يصل حتى 99% من قيمة الصفقة، حتى يخفض قيمة الدين، وبالتالي خدمات الدين؛
- ب. **هامش الوقاية:** يتمثل هذا الهامش أيضاً في صورة نسبة مئوية تحدد عادة بموجب اللوائح التي تضعها إدارة البورصة، ويعد هذا الهامش بمثابة خط أحمر يجب أن لا تتخطاه نزولاً لحقوق المستثمر في حساب المستثمر لدى الوسيط (حساب عقد الهامش) وذلك في حال حدوث هبوط حاد في السعر السوقي لتلك الأصول، تحدده أغلب البورصات بحد أدنى يجب أن لا يقل عنه وهو 40% من قيمة الصفقة¹.

يحتفظ الوسيط بالأصول التي اشتراها لعميله، مسجلة باسمه، إلى أن يقوم هذا العميل بسداد قيمة القرض، وتمثل رهناً لديه يتمكن من بيعه إذا لم يقيم المقترض بالوفاء، ولكن نظراً للتقلبات التي قد تتعرض لها قيمة تلك الأصول، مما يعرض قيمة تلك الأصول للانخفاض إلى أقل من مبلغ القرض؛ فقد جرت العادة بتحديد هامش آخر غير الهامش المبدئي، يسمى هامش الوقاية؛ بحيث إذا انخفضت القيمة السوقية لتلك الأصول في وقت ما، وترتب على ذلك إن الهامش الفعلي قلَّ عن هذا الهامش؛ فإنه يلزم المقترض أن يدفع للسمسار . خلال مدة محددة . مبلغاً إضافياً، أو أن يبيع جزءاً من الأسهم؛ وذلك بهدف زيادة نسبة الهامش الفعلي، ليصل إلى مستوى هامش الوقاية.

4. أنواع القروض الممنوح في عقد الشراء بالهامش:

يكون القرض في عقد الشراء بالهامش على نوعين، نذكرهما على النحو الآتي:

- أ. **قرض بفائدة:** وهو الأمر المعتاد التعامل به في مثل قروض هاته العقود، وتكون الفائدة على القرض الممنوح للمستثمر من أجل إتمام قيمة الصفقة عند الدفع، مطابقة لتلك الفائدة الممنوحة في الجهاز المصرفي عندما تكون ملاءة العميل عادية، أما في حالة عدم ملاءة العميل، فإن الفائدة تكون كبيرة

¹ محمد مطر وتيم فايز، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر، ط01، الأردن 2005، ص 304.

مقارنة بالفائدة الممنوحة في الجهاز المصرفي، وتكون الفائدة على هاته القروض في هاته الحالة من أي شركة وساطة مالية تعمل داخل نفس البورصة، أو من شركة الوساطة التي تقوم بتنفيذ أوامر العميل لصالحه، كما أن الفائدة تكون بمعزل عن عمولة الوساطة المالية التي تقدمها شركات الوساطة في حالة ما إذا كانت شركة الوساطة التي كلفها العميل بالوساطة لصالحه هي المقرضة له.

ب. **القرض بدون فائدة:** تكون القروض بدون فائدة أحياناً في قروض **عقد الشراء بالهامش**، وهذا النوع من القروض يكون بدون فائدة على القرض، أي معدل الفائدة عليه هو 0%، تشتت شركة الوساطة المالية في البورصة في النوع من القروض أن تكون هي التي تقدم خدمة الوساطة المالية، والقرض بدون فائدة في هاته الحالة يكون كإستراتيجية لجذب العملاء من طرف شركة الوساطة المالية، فعمولة تنفيذ الصفقة تدر عليها مداخيل كبيرة، وعليه فهي تتنازل عن فائدة القرض، وتعوضها بعمولة الوساطة المالية.

مثال: في بورصة الإسكندرية للبضائع، لجأ مستثمر لقروض من أجل إتمام صفقة على القطن، كانت بياناتها على النحو الآتي:

قيمة الصفقة: 1000000 دولار. هامش مبدئي: 400000 دولار قرض من شركة

الوساطة المالية: 600000 دولار عمولة الصفقة 5% على قيمة الصفقة

الفائدة على القرض: 0% بدون فائدة، و3% معدل الفائدة للقرض داخل البورصة

الحل: نقوم بحساب العوائد حسب المعطيات:

✓ العائد على قيمة الصفقة (عمولة الوساطة المالية): $1000000 \times 5\% = 50000$ دولار.

✓ العائد على القرض بفائد: $600000 \times 3\% = 18000$ دولار

❖ تقوم هاته الشركة بتقديم قرض بدون فائدة، كإستراتيجية لجذب العملاء، فهي تقدم قرض

من دون فائدة، تكون تكلفة الفرصة البديلة فيه 18000 دولار.

❖ في حين تحقق ربح قدره 50000 دولار من خلال تنفيذ الصفقة لصالح العميل كشرط

لتقديمها قرض له بدون فائدة.

5. الأطراف المتعاملة بعقد الشراء بالهامش:

أ. المستثمر "المشتري": وهو عادة شركات إنتاجية في أو كيانات إستثمارية ضخمة، لها ملاءة مالية كبيرة، تلجأ لهذا النوع من العقود لأنه يوفر لها قوة الرفع المالي التي تحتاجها لدفع عملية الانتاج لديها، دون أن تلجأ للإستدانة المصرفية ذات الشروط المقيدة، كما أن المتعاملين في بورصة البضائع بهذا العقد هم مستثمرين وليسو مضاربين.

ب. الوسيط المالي: وهو شركة الوساطة المالية، التي تؤدي خدمة الوساطة المالية في البورصة، وهي التي تقدم القرض غالباً، كما تقوم بالوساطة دون تقديم القرض، تتميز برأس مالها الكبير.

6. مزايا ومخاطر عقد الشراء بالهامش:

لعقد الشراء بالهامش العديد من المزايا، كما أن له العديد من المساوئ والعيوب، نذكرها النحو الآتي:

أ. مزايا التعامل بعقد الشراء بالهامش: يتميز بعدد من المزايا نذكرها على النحو الآتي:

❖ يمثل الرفع المالي الذي يوفره هذا النمط من العقود، فرص إستثمارية للمستثمر الذي لا يملك قيمة الصفقة المراد الإستثمار فيها.

❖ تمثل الأوراق المالية ضمان قيمة القرض في بورصة الأوراق المالية، في حين يضمن البنك التجاري من خارج البورصة قيمة القرض، وذلك بتقديم خدمة خطابات الضمان للقروض، وعليه فإن المستثمر، يمكنه التعامل فيه بأريحية.

❖ يمثل عقد الشراء بالهامش، أداة للسلطات، يمكنها من خلال التدخل في الإقتصاد، ففي حالة الإنكماش الإقتصادي تقوم بتخفيض معدل هامش الوقاية، وبالتالي توفر السيولة وتنعش السوق، والعكس.

❖ يعد الهامش وسيلة مالية تمكن من تنظيم ومراقبة الإئتمان في السوق المالية ومن خلالها في الاقتصاد.

❖ بالنسبة للبورصة، فإن التعامل بعقد الشراء بالهامش، يوفر لها المرونة، الإتساع والعمق، ناهيك عن العوائد المالية التي يحققها للوسطاء الماليين في البورصة.

ب. عيوب التعامل بعقد الشراء بالهامش: من جهة أخرى فإن عقد الشراء بالهامش، يتميز

بعديد من المساوئ نذكرها على النحو الآتي:

❖ يتميز عقد الشراء بالهامش بالمخاطرة الكبيرة، فالتوسع في استخدام الرافعة المالية للمستثمر، قد ينجر عليه خسائر كبيرة في حالة تحقيق خسائر كبيرة قد تتعدى هامش الوقاية.

- ❖ استخدام الرافعة المالية يمكن من توسع السوق بشكل كبير، ما قد يحدث انخفاضاً في الأسعار ناتج عن العرض الكبير أو الطلب الكبير، وبالتالي يكون هذا النوع من العقود خطراً على استقرار البورصة.
- ❖ أن عقد الشراء بالهامش يمثل عامل تسريع في حالة الأزمات، فعند حدوث اضطراب في الأسعار يسارع الوسطاء الماليون المقرضون للمطالبة بقروضهم*، وعند عدم قدرة المستثمر على السداد، يلجؤون لبيع الضمانات، أو مطالبة البنوك الضامنة للقروض، ما ينقل الأزمة خارج البورصة¹.

ثانياً -03: البيع على المكشوف.

يأخذ البيع على المكشوف مصطلحه من إنكشاف البائع على رصيده من العقود التي يريد بيعها، كما يأخذ مصطلح البيع القصير، فهو يتم في جلسة واحدة، وبالتالي قد لا يستغرق أكثر من ساعة، وقد تمتد العملية لعدة أيام، وعموماً نتطرق لهذا النوع من العقود، على النحو الآتي:

❖ التعريف الأول: البيع على المكشوف هو "هو عقد ما بين الوسطاء لصالحهم أو

لصالح موكلهم، يكون على سبيل الإعارة (التسليف) لعقود على مستوى بورصة البضائع، مع تعهد المستعير بإعادة شراء العقد وإعادته إلى الجهة التي استعاره منها"

❖ التعريف الثاني: البيع على المكشوف هو "يقصد به بيع أوراق مالية في الغالب أسهم

عادية لا يمتلكها البائع (عادة الوسيط) في لحظة البيع على أن يكون التسليم في تاريخ معين في المستقبل القريب"².

* على مستوى بورصة البضائع، هاته الأمور قليلة الحدوث، وبالتالي فإن مساوئ عقد الشراء بالهامش ومخاطره تكون في بورصات الأوراق المالية وليس في بورصات البضائع، لأن هذا العقد في بورصة البضائع يستخدمه المستثمرون الفعليون وليس المضاربون، وبالتالي فإن الرافعة المالية التي يستخدمها المستثمر يحول أثرها للإقتصاد الحقيقي، كما أن المستثمرون في العقود الأصلية في بورصة البضائع عادة ما يكونون شركات إنتاجية عملاقة لها ملاءة مالية كبيرة، ناهيك عن دوران المخزون وبالتالي توفير السيولة، وعليه فإن عقد الشراء بالهامش ليس له تلك المساوئ التي له في بورصة الأوراق المالية.

¹ البرواي شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق 2020، ص 189.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، سن 2004، ص 183.

❖ **التعريف الثالث:** "عمليات الشراء والبيع على المكشوف، أي بيع وشراء العقود في يوم التسوية دون دفع أي نقود للبورصة نظير انتقال الأسهم لهذه الشركات وهذا يؤدي إلى الإضرار بالسوق والاقتصاد والإضرار أيضا بالمتشسمر المحلي والأجنبي" من خلال التعاريف أعلاه، فإنه يمكننا إستخلاص خصائص جامعة ومانعة لهذا النوع من العقود، نذكرها على النحو الآتي:

❖ تعد الأداة الأولى للمضاربة على مستوى بورصة البضائع وبورصة المعادن النفيسة وكذا بورصة الأوراق المالية.

❖ غالباً ما تتحقق التوقعات بانخفاض الأسعار، إلا أنه في حالة عدم تحقق التوقعات، فإن هاته الأداة تكون ذات مخاطر كبيرة، قد تؤدي إلى الإفلاس إذا كانت حجم المعاملات كبيراً.

❖ تختلف مدة التعامل بالبيع على المكشوف من 24 ساعة، أو حتى ساعات داخل نفس الجلسة في البورصة، وقد تمتد لأسبوع أو إثنين، إلا أنها لا تتعدى 15 يوماً في الغالب، وبذلك تسمى بعمليات البيع القصير.

❖ يحدد القانون المنظم لسير عمليات البورصة، مدة التسليم والإستلام للأموال، إلا أنها تكون قريبة جداً من حيث المدة.

❖ تدعم هيئات البورصة هاته العملية، لأنها تعد من آليات تثبيت السوق وإستقراره، خاصة عند انخفاض الأسعار، والتي قد تتحول إلى ذعر يؤدي إلى بيع محموم للعقود، وتتحول إلى أزمة.

❖ في لحظة البيع فإن البائع القصير لا يمتلك العقود موضوع الصفقة.

2. أنواع عمليات البيع على المكشوف:

هناك نوعين من عمليات البيع على المكشوف يمارسها السماسرة على مستوى البورصة، حيث يتم بيع العقود في الوقت الذي لا يملك البائع العقود، وإنما يقوم باستعارتها من مالكيها، أو قد يتصرف السماسر في العقود دون علم أصحابها، وعليه فإن البيع على المكشوف يكون على نوعين، نذكرهما على النحو الآتي:

- ❖ **النوع الأول: البيع على المكشوف العادي:** وهو أن يقوم الوسيط بإعارة العقود التي لديه، بعد تلقي أمر من المستثمر، بإعارة العقود للمضاربين، بفائدة محددة، وبشروط متفق عليها، ولمدة معلومة، إلا أننا نشير هنا إلى أن من يقوم بهاته العملية هو الوسيط ذو النشاط غير المحدود؛
- ❖ **النوع الثاني: البيع على المكشوف العاري:** وهو قيام الوسيط ذو النشاط المحدود بإعارة العقود التي لديه، والتي كلفه المستثمرين ببيعها، إلا أنه يقوم بإعارتها لوسطاء مضاربين دون علم المستثمرين، ليستفيد من فروقات الأسعار والفائدة على الإعارة¹.

مثال:

بلغ سعر برميل النفط صحاري بلند الجزائري 60 دولار في بورصة البضائع، ويتوقع أحد المضاربين أن ينخفض السعر إلى 56 دولار، فيقوم أحد المضاربين (وسيط غير محدود النشاط) باستعارة عقد نفط (عقد = 100 ألف برميل)، ويقوم ببيعه عندما يصل سعر البرميل 58 دولار للبرميل.

يوصل السعر في الانخفاض إلى 56 دولار، وهو أدنى سعر متوقع، فيقوم هذا الوسيط بإعادة شراء عقد النفط ويعيده للجهة التي استعاره منها، وبذلك يكون قد استفاد من 02 دولار للبرميل، لأنه باع بـ 58 دولار واشترى بـ 56 دولار.

3. الأطراف المتعاملة بعقد البيع على المكشوف:

- ❖ **المستعير:** قد يكون وسيطاً ذو نشاط غير محدود، وقد يكون مستثمراً بحاجة للبضاعة الدولية الآن، إلا أنه لا يلجأ للشراء مباشرة من البورصة مثل الحالة العادية، لأنه يتوقع إنخفاض السعر في القريب العاجل، فيلجأ لهاته التقنية، من أجل تحقيق أرباح أو من أجل تخفيض تكلفة الشراء، من خلال فروقات السعر بين الاستعارة وإعادة العقود المقترضة.
- ❖ **الجهة التي أعارت العقد:** غالباً ما يكون وسيطاً ذو نشاط غير محدود يضارب لصالحه الخاص، أو مضارب داخل البورصة، والهدف من هاته العملية لديه هو الاستفادة من الأموال المودعة لديه بعد إعارة العقود.

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

4. حالات الإيقاف التلقائي لعمليات البيع على المكشوف: هناك حالات لا يمكن فيها اللجوء إلى عمليات البيع على المكشوف، أو حالات أخرى يتم فيها إيقاف العملية بصورة آلية ينظمها القانون المعمول به في البورصات، هاته الحالات نذكرها على النحو الآتي¹:
- ❖ إنخفاض سعر العقود بأكثر من 05% في جلسة واحدة، فيتم الإيقاف الفوري لهاته العمليات، لأنه قد توحى بوجود انخفاض كبير في الاسعار في القريب العاجل، فيلجأ المستثمرون للبيع إستحياطا من الأمر، وبذلك قد تتحول إلى أداة ذعر في البورصة
 - ❖ قبل 05 أيام عمل فعلي من إنعقاد الجمعية العمومية للجهة صاحبة العقود.
 - ❖ قبل 05 أيام عمل فعلي من اغلاق السنة المالية، وحصر الارباح وتوزيعها على المساهمين
 - ❖ خلال فترة تداول حقوق الإكتتاب للشركة المصدرة في حالة عقد البيع على الأسهم، وذلك حتى لا يكون هناك امتلاك لأسهم الشركة بأموال مقترضة، تؤدي فيما بعد إلى انخفاض الأسعار لهاته الشركة المصدرة دون وجه حق.

¹ سوق دبي للأوراق المالية www.Adx.Er أطلع عليه يوم 2019/11/15.

الفصل الخامس:

العقود المشتقة المتداولة في البورصة

تمهيد:

شكل التطور الحاصل في تكنولوجيا الإعلام والاتصال، إضافة إلى العولمة المالية، البيئة الحاضنة لتطور التعاملات في المشتقات المالية باختلاف عقودها، ومع اتساع حجم الاستثمار وتحرير حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي، ناهيك عن التقلبات الحادة في أسعار الصرف للعملات وتقلبات أسعار الفائدة، أدى إلى تعاضد الفرص الإستثمارية، إلا أنها أيضا برزت معها مخاطر مالية كبيرة، هاته المخاطر التي لا بد على المستثمر العمل على الإحتياط منها أو تجنبها، شكلت عقود المشتقات الأداة الأولى لتسييرها أو تفاديها أو حتى توزيعها، حتى لا تؤدي عملية الاستثمار إلى خسائر كبيرة.

في هذا المحور نتطرق إلى الإطار النظري لعقود المشتقات المالية، ثم نتطرق إلى بعض عقود المشتقات المالية المتداولة في البورصة، وذلك على النحو الآتي:

أولاً: الإطار النظري لعقود المشتقات المالية

نتطرق هنا إلى عقود المشتقات المالية بشكل عام، دون تحديد نوع من العقود بعينه، وذلك على النحو الآتي:

1. الخلفية التاريخية لعقود المشتقات المالية:

تعود الخلفية التاريخية لعقود المشتقات المالية من حيث طبيعة التعاملات التي تقترب من العقود المشتقة في عصرنا الحالي إلى ما قبل الميلاد، في حدود سنة 550 ق . م، في أول إستخدام لها من قبل الفيلسوف اليوناني أرسطو طاليس، كانت عبارة عن اتفاقات وعقود على ثمار الزيتون، بحيث دفع طاليس مبلغاً محدداً مقابل أن يكون له الحق في احتكار منتج الزيتون بعد نضجه، كما أن له الحق في عدم الشراء مقابل التنازل عن ذلك المبلغ المدفوع، وبالتالي ظهرت العقود المشتقة في صورة الخيارات في صورتها الأولى في هاته السنة، في العصور الوسطى تم استخدامها في شتلات الأشجار في هولندا في سنة 1634م، لتنتشر في صورة سوق ثانوية غير رسمية وغير منظمة، ليظهر بعد ذلك أو تنظيمي لها من الناحية القانونية سنة 1934 م، في الولايات المتحدة الأمريكية، بحيث سنت قانون ينظم التعامل بالمشتقات المالية، وقامت بحصر هذا النوع من التعامل في هاته العقود داخل البورصة فقط، بعد ذلك ظهرت بورصة حصرية متخصصة على سبيل الإحتراف في التعامل بعقود المشتقات في سنة 1971 م، في بورصة شيكاغو في الولايات المتحدة الأمريكية، لتشكل سنوات 1980-2000 التوسع في التعامل في المشتقات المالية وتنوعها، إلى غاية سنة 2008 تاريخ انفجار أزمة الرهون العقارية أين تم تقنين وتشديد الرقابة على التعامل بالمشتقات المالية.

2. تعريف عقود المشتقات المالية: يمكننا تعريف المشتقات المالية على النحو الآتي:

التعريف الأول: عقود المشتقات المالية هي "عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية (حسابات نظامية) تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"¹.

¹ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، 2003، ص: 211.

يركز هذا التعريف على الجانب المحاسبي للعقود المشتقة، فالشركة عند تسجيلها المحاسبي تقوم بالتسجيل فقط للتدفقات المالية او العينية المقيمة نقدا، والتي حصلت فعلا أو موجود فعلا على أرض الواقع، في حين أن الالتزامات التي ليس لها تدفق حقيقي، وإنما يكون لها أرباح أو تكاليف في المستقبل فتسجل في بند يسمى خارج الميزانية، وعليه فالمشتقات المالية حسبه هي كل ما يتم تسجيله خارج الميزانية ويكون له أرباح أو تكاليف مستقبلا، وقد يحدث او لا يحدث.

❖ **التعريف الثاني:** عقود المشتقات المالية هي "أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية أو من السلع أو مؤشرات الأسعار، ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية"¹.

يركز التعريف على طبيعة العقد، والتي تكون مشتقة من الأصل محل التعاقد، والذي يكون ورقة مالية أو سلع دولية... الخ، ويركز على استخداماتها والغرض منها كأداة للتحوط بالدرجة الأولى أو حتى المضاربة، كما يشير التعريف إلى مخاطرها ومساوئها.

❖ **التعريف الثالث:** وهو تعريف بنك التسويات الدولية في مدينة بال السويسرية، يعرف عقود المشتقات المالية بأنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري"².

يركز التعريف على ماهية المشتقات المالية، فهي عقد بين طرفين، على ترتيبات التنفيذ، تنتهي بتسليم فروقات الأسعار في غالب الأحيان وليس الأصل محل التعاقد.

من خلال هاته التعاريف، يمكننا تعريف عقود المشتقات المالية على أنها: "عقد بين طرفين على ترتيبات محددة للتنفيذ، يكون فيها أصل محدد محل التعاقد، بسعر متفق عليه، وفي تاريخ تنفيذ أجل محدد".

¹ خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية، عمان، دار المسيرة، 1998، ص: 309 - بتصرف

² Shelagh heffer nan, » Modern banking in theory and practice » new york, 1998, p p 172-173.

3. خصائص عقود المشتقات المالية: من خلال التعريف السابق يمكننا استخلاص الخصائص الجامعة والمانعة للمشتقات المالية على النحو الآتي:

- أ. أنها مجرد اتفاقات على ترتيبات مستقبلية قد تحدث وغالبا لا تحدث.
- ب. سميت مشتقات لأن قيمتها مشتقة من أصل محدد محل التعاقد بين الطرفين.
- ج. لها تاريخ استحقاق محدد وسعر تنفيذ متفق عليه.
- د. يتم استخدامها لتوزيع المخاطر في المحافظ المالية والاستثمارات، لذلك لا يتم تنفيذها، وإنما يتم تسليم فروقات الأسعار فقط وليس الأموال والأصل محل التعاقد.
- و. لا يتم تداول عقود المشتقات المالية إلا داخل البورصة حصرا، ولا يمكن أن نجدها خارج البورصة خاصة عقود الخيارات.
- هـ. التعقيد: تتميز عقود المشتقات المالية بالتعقيد الكبير، فتصميمها يكون لتلبية حاجات المستخدمين النهائيين، ولأنها متعلقة بتسيير المخاطر وتوزيعها وتجنبها على الأقل بالدرجة الأولى، فقد لا يكون استخدام تلك الأدوات واضحا، ناهيك عن طرق ومعايير محاسبتها وتقييمها، ما قد يترتب عليه ارتباك مالي لدى المستخدم النهائي لها، ناتج عن عدم فهم شروط استخدامها، وبالتالي عدم معرفة آثارها بدقة على المؤسسة؛
- ل. السيولة: تتسم العقود المشتقة بتفاوت في درجات سيولتها، فهناك عقود ذات سيولة منخفضة يصعب تسيلها وتصفيتها، ناهيك عن صعوبات في عملية تقييمها، أو تصفية وإزالة المراكز المفتوحة المرتبطة بها، في حين أن بعض عقود المشتقات الأخرى تتسم بسيولة عالية، يمكن تسيلها في تاريخ استحقاقها دون أي مشكل¹.

¹ هبة محمود الطنطاوي الباز، التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها، القصر للطباعة والدعاية والإعلان، مصر 2006، ص26.

4. الفرق بين العقود المشتقة والعقود الأصلية في البورصة: هاته الفروقات نذكرها في الجدول أدناه على النحو الآتي:

الجدول رقم 05- 01: الفرق بين العقود المشتقة والعقود الأصلية في بورصة البضائع

العقود المشتقة	العقود الأصلية
الأصل محل التعاقد ليس موجودا نهائيا.	الأصل محل التعاقد موجود فعلا لدى البائع ويمكن تسليمه عند الطلب
العقد لا يكون على الأصل، وإنما على ترتيبات يكون الأصل موضوعها مثل اتفاق التنفيذ أو عدم التنفيذ	العقد يكون على الأصل محل التعاقد بيعا وشراء
في العقود المشتقة التنفيذ يكون في وقت آجل لاحقا، وقد لا يتم نهائيا	في العقود الأصلية الدفع يكون فوريا في مدة تنفيذ العقد داخل البورصة
التنفيذ يكون في وقت لاحق، وغالبا لا يتم التنفيذ	التنفيذ في العقود الأصلية يكون في مدة التنفيذ t أو $t+1$ أو $t+2$ أو $t+3$
التنفيذ يكون في تاريخ استحقاق محدد متفق عليه، وبسعر محدد للأصل	العقود الأصلية ليس لها تاريخ استحقاق للتنفيذ، فالتنفيذ فوري

المصدر: من إعداد الباحث

5. أهمية العقود المشتقة (الغرض من استخدامها): تستخدم عقود المشتقات المالية في مجالات محددة، ولأغراض محددة، بهدف تحقيق جملة من الأغراض نذكر منها على النحو الآتي:

1. توفير حلول إبداعية للتمويل: تعمل المشتقات المالية كحلول لمشاكل التمويل، فالمؤسسات باختلاف موضوع نشاطها، تجد صعوبات في الحصول على التمويل اللازم، خاصة التمويل التشغيلي قصير الأجل، وعليه فالمشتقات المالية توفر حلا إبداعيا لإشكالية التمويل، من خلال إبرام عقود بينود محددة في تاريخ محدد، يتم تنفيذها في وقت لاحق على شروط محددة، دون اللجوء لأي التعقيدات الإدارية للبنوك التجارية وطول مدة التمويل، ناهيك عن تعقيدات طرح الأسهم والسندات؛

2. توزيع المخاطر والتحوط لها: تواجه المتعاملين الاقتصاديين مخاطر عديدة منها مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة ومخاطر تقلبات السعر... الخ، هنا يأتي دور المشتقات المالية في التحوط لهاته المخاطر بعقود المشتقات المالية، التي تعمل على تحديد السعر، وبالتالي التكلفة وتجنب المخاطر مستقبلا بتحديد لها الآن، كما تعمل على توزيع المخاطر، بنقل تلك المخاطر لطرف آخر دون اللجوء إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، مقابل تكلفة محددة¹.

3. التخطيط للتدفقات النقدية مستقبلا: لا يتطلب استخدام المشتقات المالية تنفيذا فوريا، وبالتالي بإمكان الشركات عقد العديد من العقود المشتقة في السوق، دون أن يكلفها ذلك أموال كبيرة، في حين يمكنها ذلك من استخدام تلك الأموال في تسيير وإدارة الدورة التشغيلية في المؤسسة، وعليه فالمشتقات تمكن من التخطيط للتدفقات النقدية مستقبلا، لأنها إتفاقات على ترتيبات مستقبلية لا تنفذ إلا في تاريخ استحقاق محدد لاحق، تمكن المؤسسة من التخطيط الجيد لسيولتها ولأموالها ما بين الفرص الاستثمارية والدورة التشغيلية والتمويل، وتجنب وتوزيع المخاطر.

4. إنتهاز وتحقيق الفرص الإستثمارية: يمكن إستخدام المشتقات المالية لإنتهاز وتحقيق الفرص الاستثمارية من خلال استخدام قاعدة الرفع المالي، فالمشتقات المالية تستخدم لتخفيض التكاليف في التمويل وفي السعر وفي سعر الصرف وغيرها، وعليه فقد لعبت المشتقات المالية ولا تزال دورا في تحقيق الإيرادات والأرباح، فهي ترتيبات مستقبلية لا تتطلب وجود أموال كبيرة للدخول فيها، فهي مجرد إتفاقات وليست تداول على أصل موجود يتم التنفيذ عليه فورا.

5. تحديد الأسعار مسبقا: بما أن عقود المشتقات المالية هي إتفاقات تقنية على ترتيبات معينة تخص تداول الأصل من عدمه، فهذا يؤدي إلى تحديد سعر الأصل مسبقا، وعليه فإن الشركات الإنتاجية التي تستخدم عقود المشتقات تكون أمامها فرصة لتحديد سعر المواد الأولية مثلا، قبل مدة من شرائها، وبالتالي تكون المشتقات أداة لتحديد التكلفة أو على الأقل ضبط تغييرها للإرتفاع، إذا لم تعمل على تخفيضها.

6. تؤدي إلى تحقيق مستوى كفاءة عالية في سوق المالي: الكفاءة تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والربحية والتوقيت، وهذا ما تؤديه المشتقات المالية، حيث تمكن من تخفيض

¹ حسيبة سميرة، إصلاح اسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لإجتنااب أزمات مالية مستقبلية، مقال منشور في مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد: 28، العدد: 01، ص 193.

تكاليف التمويل وتكلفة الانتاج، وتحقيق ربحية من خلال المراجعة فيما بين الاسواق الحاضرة وأسواق المشتقات المالية

6. مبررات استخدام المشتقات المالية: هناك مبررات ودوافع أدت إلى استخدام المشتقات المالية، نذكرها على النحو الآتي:

1. شكل التحرير التدريجي والكبير لحركة رؤوس الأموال على مستوى العالم، خاصة بعد تطور عمل منظمة التجارة العالمية، أدى إلى بروز ما يسمى بخاصية عالمية الأسواق المالية، هذا التحرير اوجد فرصا استثمارية هائلة على مستوى العالم، إلا انه في نفس الوقت اوجد مخاطر كبيرة جدا، لذلك وبغرض تفادي و/أو تسيير و/أو توزيع هاته المخاطر تم اللجوء إلى المشتقات المالية؛

2. ثورة التقنية في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال وتجارة المعلومات، كان لها دور كبير في اللجوء إلى استخدام المشتقات المالية، التي تتطلب تطورا كبيرا في برمجيات الإعلام الآلي؛

3. الابتكارات المالية التي طورتها المؤسسات كحلول إبداعية للتمويل، الناتجة عن المنافسة، أدت إلى استخدام المشتقات المالية بصفة كبيرة¹.

7. المستخدمون للمشتقات المالية: هناك عدة أطراف وجهات تلجأ لسوق المشتقات المالية، إما لتحقيق أرباح من المضاربة بهاته العقود، او للتحوط من مخاطر محددة مستقبلا تكون عقود المشتقات كفيلة بتحديد تداعيات الخطر المتوقع، أو حتى لتوفير التمويل للمؤسسات كحلول تمويلية، هاته الجهات المستخدمة للمشتقات المالية نقسمها على النحو الآتي:

❖ الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون لعقود المشتقات المالية، أي الجهات التي تستخدم عقود

المشتقات اضافة إلى المضاربة، تستخدمها في التمويل وتوزيع المخاطر المالية مستقبلا، أو حتى

أحيانا في ممارسات اشبه بطرق احتنايية للالتفاف على معايير او قوانين محددة محلية او دولية مثل

اتفاقيات بازل 1 و2 التي لا تأخذ المشتقات في حساب معايير الملائة المالية للبنوك*، هاته الفئة

¹ عبد القادر خليل، الاقتصاد البنكي مدخل معاصر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2017، ص129.

* أخذت اتفاقيات بازل الأولى والثانية عند حساب الملائة المالية للبنوك التجارية فقط بنود الميزانية، ولم تأخذ بنود خارج الميزانية وهي المشتقات المالية كعناصر لحساب هاته النسب، وعليه فقد لجأت البنوك التجارية من أجل إظهار مركزها المالي وملاءتها المالية

المستخدمة للعقود المشتقة بصفة نهائية هم: البنوك التجارية، صناديق الثروة السيادية، بيوت الأوراق المالية، شركات التأمين... الخ

❖ **الفئة الثانية:** متعاملون يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات، مقابل جني ارباح وتحقيق إيرادات في شكل رسوم وهوامش مختلفة¹.

وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية بالاستثمار في المشتقات المالية التي هي مجرد ترتيبات تقنية عن اصول وليست استثمار في الاصول، وبالتالي فإن هذا العمل جعل البنك يبدو سليماً، إلا انه في الواقع توسع في الاستثمار في عقود تتسم بدرجة كبيرة من المخاطرة، وعليه شكلت المشتقات المالية قبل بازل 03، أداة أشبه بالطرق الجانبية للالتفاف على معايير بازل.
¹ نفس المرجع، ص131.

تمهيد:

مع تعقد الحياة الاقتصادية في جانب المعاملات المالية، وخاصة في جانب توفير التمويل اللازم للدخول في الصفقات، ومع تزايد المخاطر نتيجة تحرير التجارة وحركة رؤوس الأموال وتزايد النشاط الاقتصادي، ظهرت الحاجة أكثر لوجود أدوات تمكن من توفير حلول إبداعية للتمويل من جهة، وفي نفس الوقت تكون أداة لتوزيع المخاطر وتجنبها أو على الأقل تسييرها، فكانت عقود الخيارات إحدى هاته الأدوات الكفيلة بتوزيع المخاطر على من يستطيعون تحملها، هاته العقود انفصلها على النحو الآتي:

1. الخلفية التاريخية لعقود الخيار:

تعود الخلفية التاريخية لإستخدام ما بات يعرف بعقود الخيار إلى حدود سنة 550 ق . م، في أول إستخدام لها من قبل الفيلسوف اليوناني أرسطو طاليس، كانت عبارة عن اتفاقات وعقود على ثمار الزيتون، بحيث دفع طاليس مبلغا محددًا مقابل أن يكون له الحق في احتكار منتج الزيتون بعد نضجه، كما أن له الحق في عدم الشراء مقابل التنازل عن ذلك المبلغ المدفوع، وبالتالي ظهرت العقود المشتقة في صورة الخيارات في صورتها الأولى في هاته السنة، وفي العصور الوسطى تم استخدامها في شتلات الأشجار في هولندا في سنة 1634م، لتنتشر في صورة سوق ثانوية غير رسمية وغير منظمة، إلا أنها بقيت على صورة تعاقدات فردية في شكل سوق موازي، تتم التعاقدات وفقا للمفاوضات المباشرة بين طرفي العقد حول بنود العقد وشروطه، مثل طبيعة الأصل المتعاقد عليه وتاريخ الإستحقاق وبقية العلاوة المدفوعة... الخ، لتدخل بعد ذلك في العصر الحديث بنوك الإستثمار والصناديق السيادية في التعامل بهاته العقود من أجل توزيع المخاطر وتسييرها.

في أبريل سنة 1973م، أقر مجلس التجارة بولاية شيكاغو الأمريكية الإستراتيجية الأساسية للتعامل بعقود الخيار، ليفتح أول سوق منظم لعقود الخيار في العالم، متخصص في التعامل بالاسهم والسندات، وفق آلية جديدة تقوم على نمطية العقود والمعاملات وشروط التعاقد والتنفيذ... الخ، لتتطور هاته الصناعة إلى غاية اليوم¹.

¹ أحمد سعيد عبيد العلي، إستراتيجيات الإستثمار في الخيارات المالية، دار وائل للنشر، الأردن 2005، ص.ص 53 - 54.

2. تعريف عقود الخيار: يمكننا تعريف عقود الخيار على أنها:

التعريف الأول: تعرف عقود الخيار على أنها "هي عقود بطبيعتها عمليات آجلة وعقود مستقبلية مع اختلاف هام، وهو أن مشتريها يملك حق الخيار لإتمام العملية أو الرجوع عنها، وبالتالي لا يكون بأي حال من الأحوال ملزماً بإتمامها، ونتيجة لتمتعه بهذا الحق يدفع للبائع مقدماً وعند التعاقد علاوة معلنة كثمن للخيار"¹.

يركز التعريف على أن الخيار هو أداة للمفاضلة بين إتمام الصفقة وعدم إتمامها، عندما يقارن المستثمر بين الخيارات المتاحة لديه، إلا أنه لا يبين على أي أصل أو مدة يتم فيها التنفيذ ما دام العقد آجل ومستقبلي، كما أنه لا يذكر إن كان المستخدم مستثمراً أو مضارباً، ولا يذكر أن كان العقد هدفه التمويل من خلال قاعدة الرفع المالي أو يستخدم للمضاربة فقط.

التعريف الثاني: تعرف عقود الخيار على أنها "عقود تعطي لحاملها حق شراء أو بيع في المستقبل لأصل محدد، بسعر محدد وتاريخ محدد، ولا يترتب على مشتري الخيار التزام ببيع أو شراء، وإنما يمنحه مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو تركه، ويصبح مشتري الخيار مالكا للحق بمجرد دفع قيمته"².

يركز هذا التعريف على أن عقد الخيار هو عقد على أصل محدد بسعر محدد في تاريخ استحقاق متفق عليه، مقابل دفع علاوة للتمتع بحق الاختيار بين اتمام الصفقة أو عدم اتمامها.

من خلال ما سبق يمكننا تعريف عقود الخيار على أنها "عقد بين طرفين، على ترتيبات محددة تتمثل في دفع علاوة كثمن للتمتع بحق الخيار بين اتمام الصفقة أو عدم اتمامها على أصل محدد بسعر متفق عليه في تاريخ استحقاق محدد".

3. عناصر عقد الخيار: لعقد الخيار عناصر محددة في العقد هي:

a. الأصل محل التعاقد: وهو الأصل الذي يكون محل التعاقد، وتكون كل الترتيبات في

العقد بناء عليه، سواء في الشراء أو في البيع، وهو الذي تشتق منه قيمة عقد الخيار.

¹ مروان عوض وآخرون، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية، معهد الدراسات المصرفية، الأردن 2004، ص331.

² نبال محمود قصبه، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 04 سنة 2011، ص56.

- b. العلاوة:** وهي ثمن الخيار، تدفع مقابل التمتع بحق الاختيار والمفاضلة بين إتمام الصفقة أو عدم إتمامها، وهي تمثل خسارة لمن يدفعها، لأنها تكلفة مدفوعة وغير مسترجعة، ولا يتم استعادتها، ولا تدخل في قيمة العقد على الأصل كتسبيق فهي ليست تسبيق تقتطع من المبلغ الإجمالي عند التنفيذ، وهي ربح لمن يقبضها مقابل أن يلتزم بالتنفيذ.
- c. سعر التنفيذ:** وهو السعر المتفق عليه لشراء أو بيع الأصل محل التعاقد.
- d. تاريخ الإستحقاق:** وهو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد، ومدة الإستحقاق هي المدة الفاصلة بين تاريخ إبرام العقد، وتاريخ التنفيذ، وتعلق قيمة عقد الخيار بطول المدة وقصرها بين التاريخين.

4. خصائص عقود الخيار:

هناك خصائص جامعة ومائعة في عقود الخيارات تتميز بها عن غيرها من العقود المشتقة في البورصة، هاته الخصائص نذكرها على النحو الآتي:

- ❖ تدفع العلاوة في عقد الخيار مقابل التمتع بحق الإختيار ما بين التنفيذ وعدم التنفيذ، وبالتالي فعقد الخيار هو ملزم للطرف الذي قبض العلاوة، وحق للطرف الذي دفعها، فالعلاوة هي ثمن التمتع بحق الاختيار بين تنفيذ الصفقة وعدم تنفيذها، بغض النظر عن ظروف السوق؛
- ❖ عقود الخيار هي عقود نمطية لا يمكن تغييرها، حيث يتفق الطرفين على بنود العقد في نماذج محددة دون القدرة على تغيير تلك النماذج، هاته النمطية في عقود الخيار تشمل حجم العقد وسعر الممارسة وثن الخيار (العلاوة)... الخ، والهدف من النمطية في عقود الخيار هو التبسيط وسعر التنفيذ والتكلفة الأقل؛
- ❖ يحق لحامل العقد (صاحب الحق) إعادة بيعه للغير في البورصة، وفق العرض والطلب في البورصة، وعليه فعقود الخيار قابلة للتداول مرات ومرات، مع مراعاة حدود السعر والتاريخ المتبقي لإستحقاقها؛

❖ تتميز عقود الخيار بأنها تركز على تجميع الرفع المالي في قاعدة الأصول لمشتري الحق، فثمن العلاوة لا يمثل إلا ثمن ضئيل مقارنة بحجم الصفقة، وعليه فمشتري الحق يمكنه الدخول في صفقات عديدة وكبيرة الحجم ولا يملك إلا ثمن الخيار في البداية¹.

5. محددات عقود الخيار:

تخضع عقود الخيار لقوى الطلب والعرض في السوق، وبذلك فهو يتأثر بعدد من المحددات التي تؤثر فيه، نذكرها على النحو الآتي:

❖ **سعر الأصل محل التعاقد:** هناك علاقة طردية بين سعر الأصل المتعاقد عليه و ثمن الخيار (العلاوة)، فكلما ارتفع سعر الأصل المتعاقد عليه ارتفعت قيمة عقد الخيار، والسبب أنه كلما اتجهت أسعار الأصول للارتفاع شكل ذلك خطراً في تقلب السعر ومن ثمة التكلفة بالنسبة للشركات المنتجة، فتدخل في عقود خيار من أجل تثبيت السعر في المستقبل، هذا بالنسبة لخيارات الشراء أما بالنسبة لخيارات البيع فيكون العكس؛

❖ **سعر التنفيذ (سعر الممارسة):** لها تأثير مباشر على قيمة الخيار، وهذا يرجع إلى نوعية العقد من حيث طبيعة الصفقة إن كانت بيع أو شراء، فعند الشراء كلما كان سعر التنفيذ أعلى كانت ثمن الخيار أقل، والعكس بالنسبة لخيار البيع؛

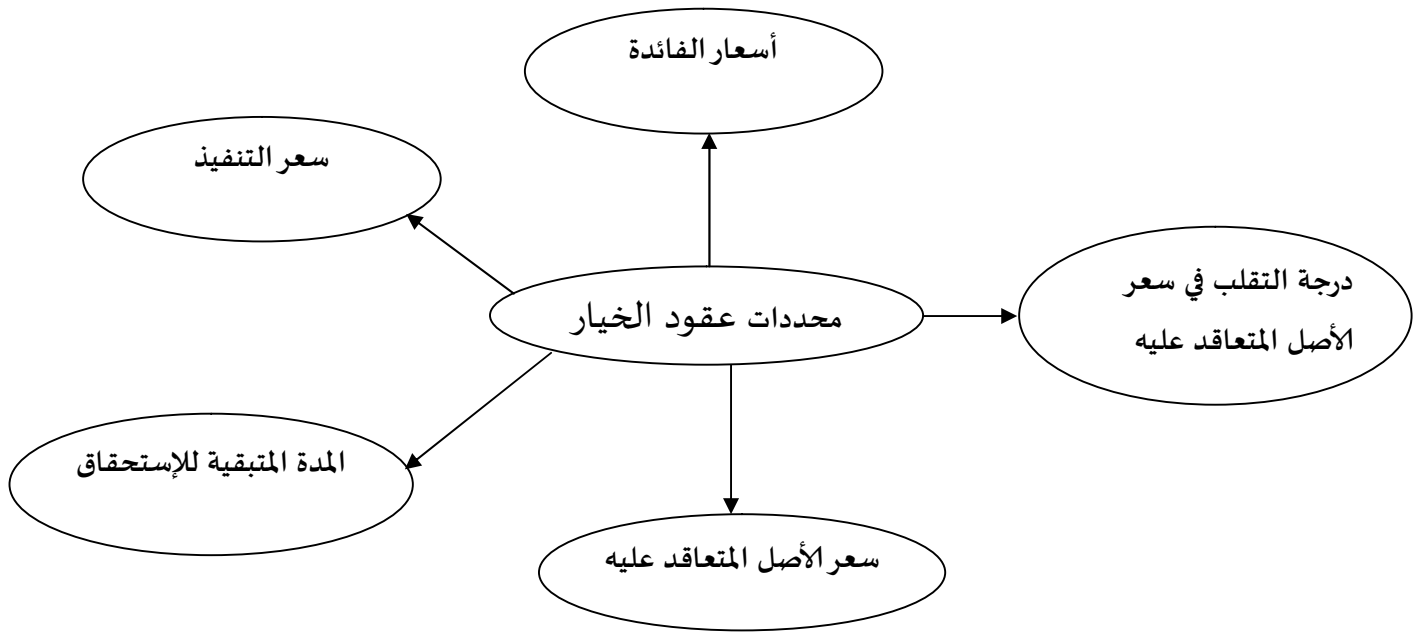
❖ **المدة المتبقية حتى تاريخ استحقاق العقد:** محدد آخر في عقود الخيار له تأثير كبير، وهو المدة المتبقية حتى تاريخ استحقاق العقد، فكلما كانت المدة المتبقية قصيرة كان ثمن الخيار أقل، والسبب أن المدة القصيرة تكون تقلباتها قليلة في الغالب؛

❖ **معدلات الفائدة:** يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى ارتفاع تكلفة الأصل محل التعاقد، خاصة إذا كان الأصل أسهم أو سندات، وعليه فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الشراء وانخفاض تكلفة البيع، والعكس في حالة انخفاضها، إلا أن تأثير أسعار الفائدة على عقود الخيار قليلة، نظراً لأن عقود الخيارات قصيرة الأجل، لا تتجاوز غالباً 03 أشهر².

¹ بن صوشة ثامر، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر، إدارة مالية، جامعة تبارت 2018، ص.ص 56-57، بتصرف.

² بن صوشة ثامر، مرجع سبق ذكره، ص.58. بتصرف.

الشكل رقم 05 - 01 : محددات عقود الخيار



المصدر: بن صوشة ثامر، مرجع سبق ذكره، ص58. بتصرف.

أما عن تأثير هاته العوامل على عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع، فنفصلها في الجدول الموالي على النحو الآتي:

الجدول رقم 05 - 02: محددات سعر الخيار، وتأثيرها على خيار البيع وخيار الشراء.

الرقم	العامل	خيار الشراء	خيار البيع
01	سعر الأصل المتعاقد عليه	+	-
02	سعر التنفيذ (سعر الممارسة)	-	+
03	أسعار الفائدة الخالية من المخاطر r	-	+
04	المدة الفاصلة حتى تاريخ الاستحقاق t	+	-
05	درجة تقلب سعر الأصل	+	-

المرجع: بلقاسم سعودي، تسعير عقود خيارات الشراء وفقاً لنموذج بلاك وسكولز - دراسة تطبيقية على بورصة باريس، دراسات العدد الإقتصادي، المجلد 08، العدد 02، مارس 2017، ص299.

06- أنواع عقود الخيار:

تتنوع عقود الخيار بتنوع معايير تصنيفها وتقسيمها، فهناك ثلاثة معايير تقسم عقود الخيار، نذكرها على النحو الآتي:

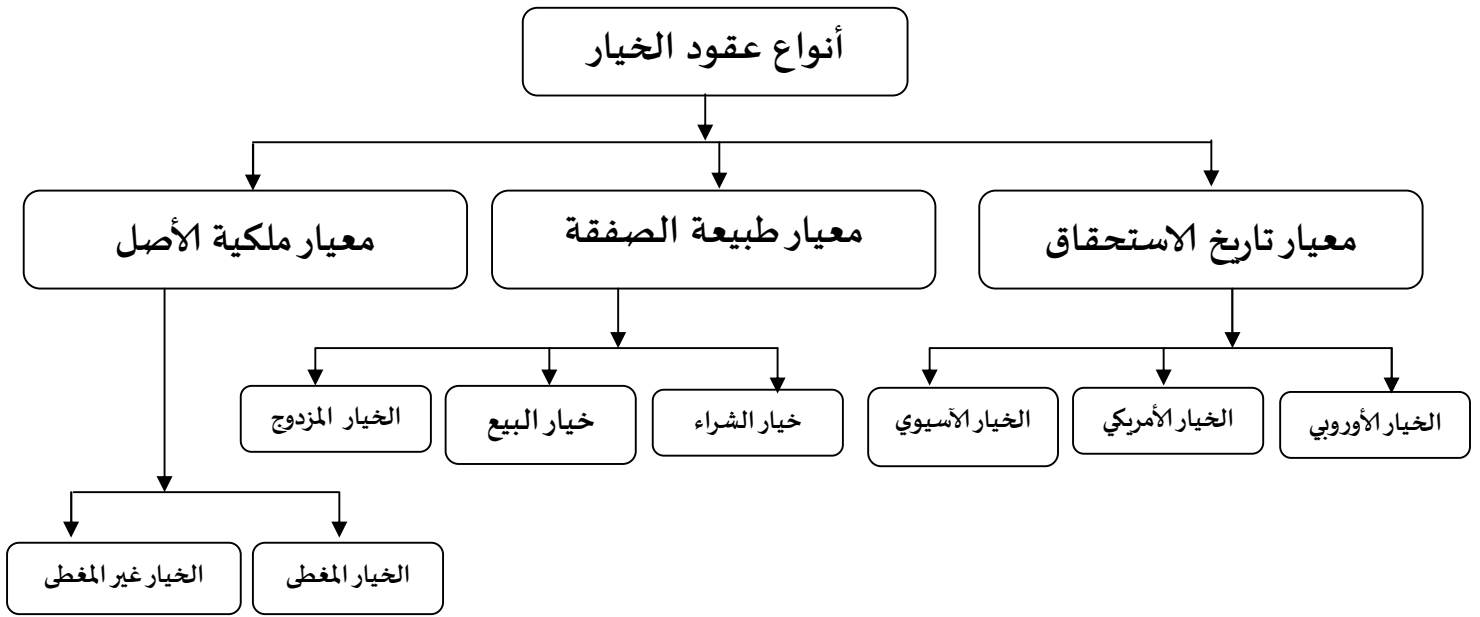
❖ معيار ملكية الأصل.

❖ معيار تاريخ الإستحقاق لتنفيذ العقد

❖ معيار طبيعة الصفقة

قبل أن نتطرق بالتفصيل لهاته العقود، فإننا نلخصها في مخطط توضيحي يبين أنواع الخيار حسب المعايير على النحو الآتي:

الشكل رقم 05 - 02: أنواع عقود الخيار.



نأتي لتفصيل كل نوع من أنواع عقود الخيار حسب كل معيار، على النحو الآتي:

1. معيار ملكية الأصل: الأصل محل التعاقد، الذي تم عليه عقد تلك الترتيبات التي تسمى عقد

الخيار، حسب هذا المعيار فإن عقود الخيار على نوعين هما:

a. عقد الخيار المغطى: يكون عقد الخيار مغطى عندما يكون الأصل محل التعاقد مملوكا

فعلا، وموجودا عند إبرام العقد، فتغطية عقد الخيار يقصد به أن الأصل موضوع العقد

مملوك وموجود فعلا عند إبرام العقد.

b. **عقد الخيار غير المغطى:** يكون عقد الخيار مغطى عندما يكون الأصل محل التعاقد غير

مملوكا فعلا، وغير موجود عند إبرام العقد، فعدم تغطية عقد الخيار يقصد به أن الأصل

موضوع العقد غير مملوك وغير موجود فعلا عند إبرام العقد.

2. **معيار تاريخ الإستحقاق لتنفيذ العقد:** عقد الخيار هو عقد ينفذ في تاريخ لاحق يسمى بتاريخ

الاستحقاق أو تاريخ التنفيذ، حسب هذا المعيار فإن عقود الخيار على ثلاثة أنواع هي:

a. **عقد الخيار الأمريكي:** وهو النوع الأشهر بين عقود الخيار، يتميز عقد الخيار الأمريكي، بأن

سعر التنفيذ أو سعر الممارسة تم الإتفاق عليه عند إبرام العقد، كما أن تاريخ التنفيذ يكون في

أي يوم من مدة سريان العقد، فلو تم إبرام عقد خيار أمريكي يوم 2020/10/23 وتاريخ

إستحقاقه يوم 2020/12/15، فإنه يحق لحامل العقد تنفيذه في أي يوم من 10/23 وحتى

يوم 12/15؛

b. **عقد الخيار الأوروبي:** يتميز عقد الخيار الأوروبي، بأن سعر التنفيذ أو سعر الممارسة تم الإتفاق

عليه عند إبرام العقد ولا يمكن تغييره، في حين أن تاريخ التنفيذ يكون في آخر يوم من مدة

سريان العقد، فلو تم إبرام عقد خيار أروبي يوم 2020/10/12 وتاريخ إستحقاقه يوم

2020/11/03، فإنه لا يحق لحامل العقد تنفيذه إلا في اليوم الأخير من مدة سريان العقد

وهو اليوم الأخير فقط¹.

c. **عقد الخيار الآسيوي:** يتميز عقد الخيار الآسيوي، بأن سعر التنفيذ أو سعر الممارسة لا يتم

الإتفاق عليه عند إبرام العقد، وإنما يتم تحديده يوم تاريخ الإستحقاق، ويتحدد بأخذ متوسط

الأسعار لمدة سريان العقد، في حين أن تاريخ التنفيذ يكون في في آخر يوم من مدة سريان

العقد²، فلو تم إبرام عقد خيار أروبي يوم 2020/09/03 وتاريخ إستحقاقه يوم

2020/11/03، فإنه لا يحق لحامل العقد تنفيذه إلا في اليوم الأخير من مدة سريان العقد

وهو اليوم الأخير فقط، وفي هذا اليوم يتم تحديد سعر الممارسة أو التنفيذ بحساب متوسط

السعر لأيام مدة سريان العقد.

¹ محمد صالح، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، " الإستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها"، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2006، ص

309.

² محمد مطر، فايز تيم، " إدارة المحافظ الإستثمارية"، عمان، دار وائل للنشر، ط1، 2005، ص257.

d. عقود الخيار بطريقة برمودا: يجمع هذا النوع من الخيار بين الخيار الأوروبي والخيار الأمريكي، فيتم الاتفاق على سعر الممارسة يوم إبرام العقد، ثم يتم تحديد محطات بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ استحقاقه، يكون فيها إمكانية تنفيذ العقد، وعليه فهاته الطريقة تجمع بين عقد الخيار الأمريكي وعقد الخيار الأوروبي، حتى تكون أكثر مرونة بين النوعين¹.

من خلال ما سبق يمكننا تلخيص الفرق بين العقود الثلاثة في الجدول أدناه على النحو الآتي:

الجدول رقم 05 - 03: الفرق بين عقود الخيار وفق معيار تاريخ الإستحقاق.

عقد الخيار الأمريكي	عقد الخيار الأوروبي	عقد الخيار الآسيوي
سعر التنفيذ محددة يوم إبرام العقد	سعر التنفيذ محددة يوم إبرام العقد	سعر التنفيذ يتحدد يوم تنفيذ العقد، ويحسب بمتوسط السعر لأيام مدة سريان العقد
التنفيذ في أي يوم من مدة سريان العقد	التنفيذ يكون فقط يوم تاريخ الإستحقاق	التنفيذ يكون فقط يوم تاريخ الإستحقاق
يتم التعامل به في كل بورصات العالم	يتم التعامل به في بورصات أوروبا	يتم التعامل به في بورصات آسيا

المصدر: من إعداد الباحث.

3. معيار طبيعة الصفقة: يأخذ هذا المعيار طبيعة الصفقة إن كانت شراء أو بيع، إلا أنه لا يعني بالبيع والشراء بيع الأصل أو شراءه، بل بيع الخيار فقط على الشراء أو البيع، أي بيع الحق وشراء الحق بعيدا عن الأصل نهائيا، حسب هذا المعيار فإن عقود الخيار تكون على النحو الآتي:

❖ خيار الشراء: يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي لحامل العقد الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينا بكمية معينة، وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (محرر العقد) من المشتري على علاوة معينة تحددتها شروط العقد.

I. شراء خيار الشراء: وهو قيام المضارب بدفع علاوة، مقابل التمتع بحق شراء/أو

عدم شراء أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

¹ نبال محمود قصبه، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد ، سنة 2011، ص 59.

مثال: في بورصة القاهرة للبضائع، تم عقد خيار شراء على القطن، بسعر تنفيذ 60 جنيه للطن، علاوة خيار 10 جنيه.

المطلوب: في جدول بيّن حدود التنفيذ وعدم التنفيذ للعقد، مع بيان الخسارة في كل حالة لصاحب الحق (شراء خيار الشراء).

الحل: في ظل فرضية أسعار السوق، فإن التنفيذ /عدم التنفيذ تبعاً للخسارة أو الربح يكون على النحو الآتي:

الجدول رقم 05 - 04: حالات التنفيذ وعدم التنفيذ لعقد خيار شراء خيار الشراء

سعر السوق	سعر التنفيذ	العلاوة (ثمن الخيار)	الربح/الخسارة	التنفيذ/عدم التنفيذ
20	60	10-	10-	عدم التنفيذ
30	60	10-	10-	عدم التنفيذ
40	60	10-	10-	عدم التنفيذ
50	60	10-	10-	عدم التنفيذ
60	60	10-	10-	عدم التنفيذ
70	60	10-	0	تنفيذ/عدم التنفيذ
80	60	10-	10+	تنفيذ
90	60	10-	20+	تنفيذ
100	60	10-	30+	تنفيذ

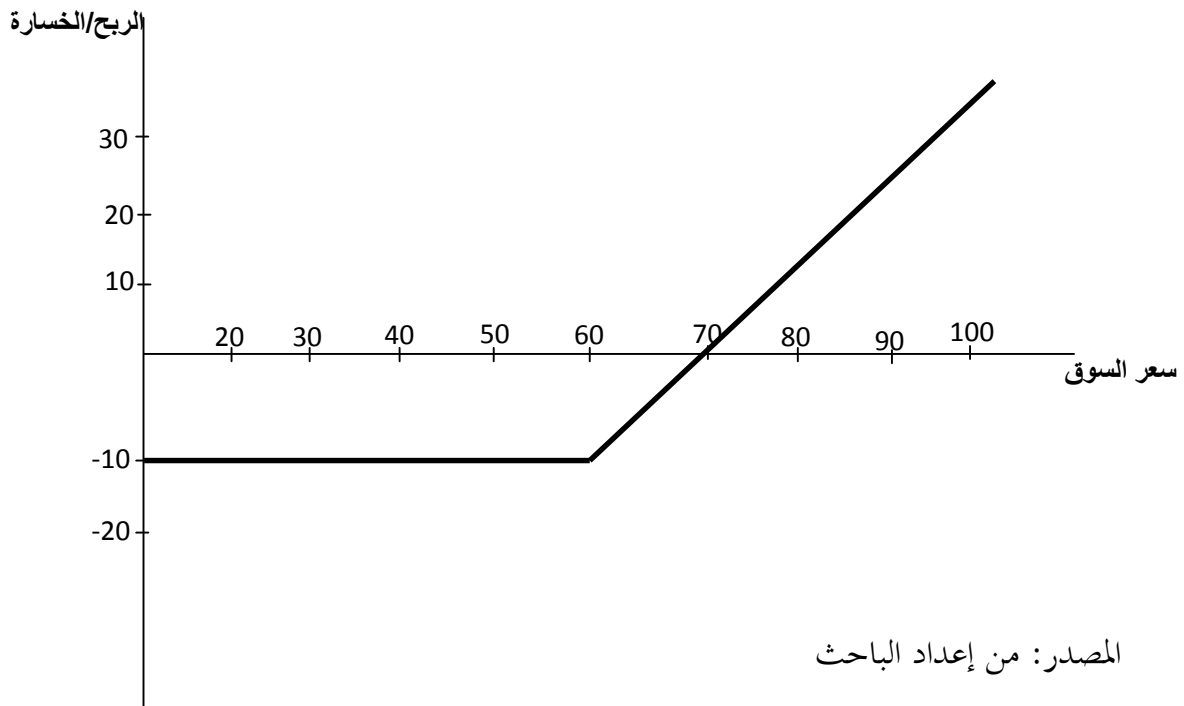
المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول نلاحظ أن:

- ❖ أقصى خسارة ممكن يصل إليها مشتري الحق هي قيمة العلاوة (10-)، وبالتالي فخسارته محدودة.
- ❖ ربحه من هذا العقد غير محدود، كلما ارتفع السعر في السوق زادت ارباحه.
- ❖ عقد شراء خيار الشراء يستخدمه المستثمر لتثبيت السعر، وتجنب مخاطر ارتفاع السعر مستقبلاً.
- ❖ ينفذ العقد عندما يكون سعر التنفيذ أقل من سعر السوق.

يمكننا تمثيل الجدول أعلاه في مخطط بياني على النحو الآتي:

الشكل رقم 05 - 03: تمثيل بياني لعقد شراء خيار الشراء



II. بيع خيار الشراء: وهو قيام المستثمر بقبض علاوة، مقابل الإلتزام ببيع أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

مثال: في بورصة القاهرة للبضائع، تم عقد خيار شراء على القطن، بسعر تنفيذ 60 جنيه للطن، علاوة خيار 10 جنيه.

المطلوب: في جدول بيّن حدود التنفيذ وعدم التنفيذ للعقد، مع بيان الخسارة والربح في كل حالة، لصاحب الإلتزام (بيع خيار الشراء).

الحل: في ظل فرضية أسعار السوق، فإن التنفيذ /عدم التنفيذ لا يكون تبعاً للربح والخسارة المحققة لصاحب الإلتزام (بيع خيار الشراء)، وإنما التنفيذ /عدم التنفيذ متعلق بصاحب الحق فقط، فإن نفذ صاحب الحق فإن صاحب الإلتزام ينفذ، وإن لم ينفذ صاحب الحق فإن صاحب الإلتزام لا ينفذ تبعاً لرغبة حامل العقد وليس تبعاً للربح والخسارة المحققة، وعموماً فإن الربح والخسارة لصاحب الإلتزام يكون على النحو الآتي:

الجدول رقم 05 - 05: حالات التنفيذ وعد التنفيذ لعقد خيار بيع خيار الشراء

سعر السوق	سعر التنفيذ	العلاوة (ثمن الخيار)	الربح/الخسارة	التنفيذ/عدم التنفيذ
20	60	10+	10+	عدم التنفيذ
30	60	10+	10+	عدم التنفيذ
40	60	10+	10+	عدم التنفيذ
50	60	10+	10+	عدم التنفيذ
60	60	10+	10+	عدم التنفيذ
70	60	10+	0	تنفيذ/عدم التنفيذ
80	60	10+	10-	تنفيذ
90	60	10+	10-	تنفيذ
100	60	10+	10-	تنفيذ

من إعداد الباحث

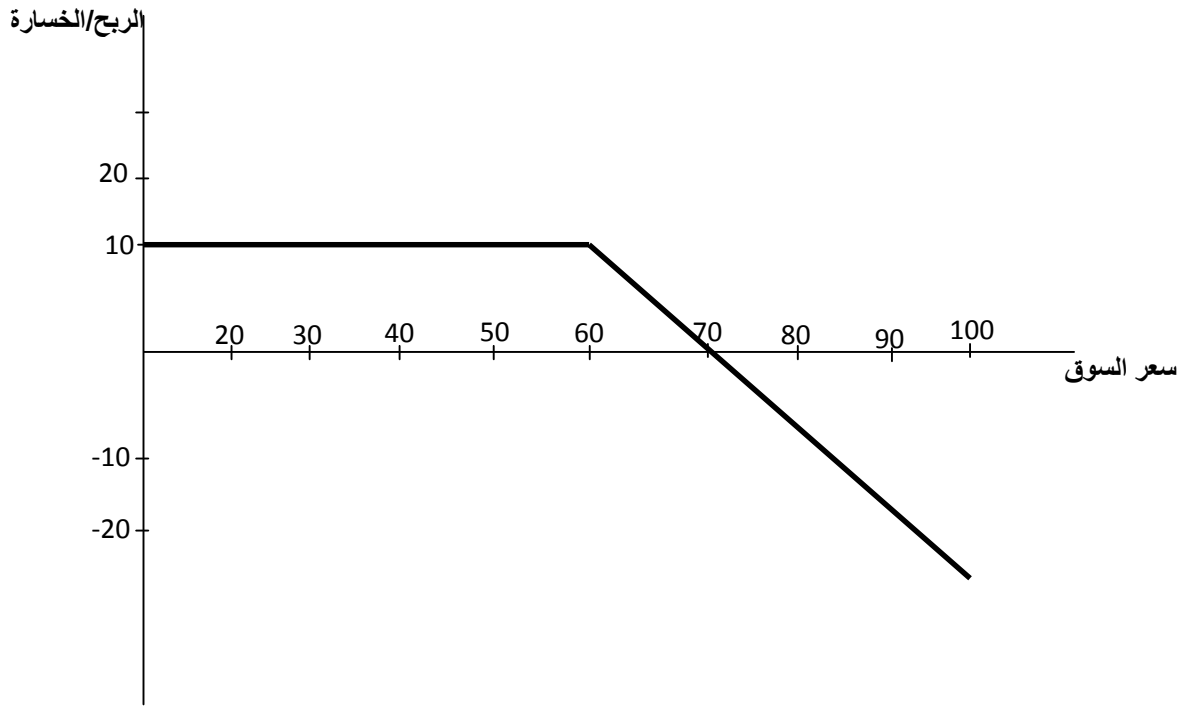
نشير هنا إلى أن التنفيذ أو عدم التنفيذ غير متعلق بصاحب الإلتزام، فهو ينفذ إذا أراد صاحب الحق التنفيذ.

من خلال الجدول نلاحظ أن:

- ❖ أقصى ربح ممكن يصل إليه بائع الحق هو قيمة العلاوة (10+)، وبالتالي فربحه محدود.
- ❖ خسارته من هذا العقد غير محدودة، كلما ارتفع السعر في السوق زادت خسارته.
- ❖ عقد بيع خيار الشراء يستخدمه المضارب لتحقيق الربح من العلاوة، فعقود الخيار لا يتم تنفيذها غالباً، فهي لتجنب المخاطر فقط.
- ❖ تنفيذ العقد ليس متعلقاً بسعر السوق، بل بإرادة صاحب الحق في التنفيذ أو عدم التنفيذ.

يمكننا تمثيل الجدول أعلاه في مخطط بياني على النحو الآتي:

الشكل رقم 05 - 04: تمثيل بياني لعقد بيع خيار الشراء



المصدر: من إعداد الباحث

- b. خيار البيع:** يعرف خيار البيع بأنه عقد يمنح حامله الحق في بيع أصل محدد بسعر محدد عند إبرام العقد يسمى بسعر التنفيذ أو سعر الممارسة، في تاريخ محدد يسمى تاريخ الإستحقاق، مقابل دفع علاوة¹.
- I. شراء خيار البيع:** وهو قيام المستثمر بدفع علاوة، مقابل التمتع بحق بيع/أو عدم بيع أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

مثال: في بورصة القاهرة للبضائع، تم عقد خيار بيع على الأرز، بسعر تنفيذ 30 جنيه للقنطار، علاوة خيار 05 جنيه.

المطلوب: في جدول بيّن حدود التنفيذ وعدم التنفيذ للعقد، مع بيان الخسارة في كل حالة لصاحب الحق (شراء خيار البيع).

¹ بن دعاس زهير، تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز - حالة سوق الخيارات الكويتي، مجلة معارف، جامعة البويرة، العدد 20 - جوان 2016، ص 232.

الحل: في ظل فرضية أسعار السوق، فإن التنفيذ /عدم التنفيذ تبعاً للخسارة أو الربح يكون على

النحو الآتي:

الجدول رقم 05 – 06: حالات التنفيذ وعدم التنفيذ لعقد خيار شراء خيار البيع

سعر السوق	سعر التنفيذ	العلاوة (ثمن الخيار)	الربح/الخسارة	التنفيذ/عدم التنفيذ
10	30	05-	15+	تنفيذ
15	30	05-	10+	تنفيذ
20	30	05-	05+	تنفيذ
25	30	05-	0	تنفيذ
30	30	05-	05 -	تنفيذ/عدم التنفيذ
35	30	05-	05 -	عدم التنفيذ
40	30	05-	05 -	عدم التنفيذ
45	30	05-	05 -	عدم التنفيذ
50	30	05-	05-	عدم التنفيذ

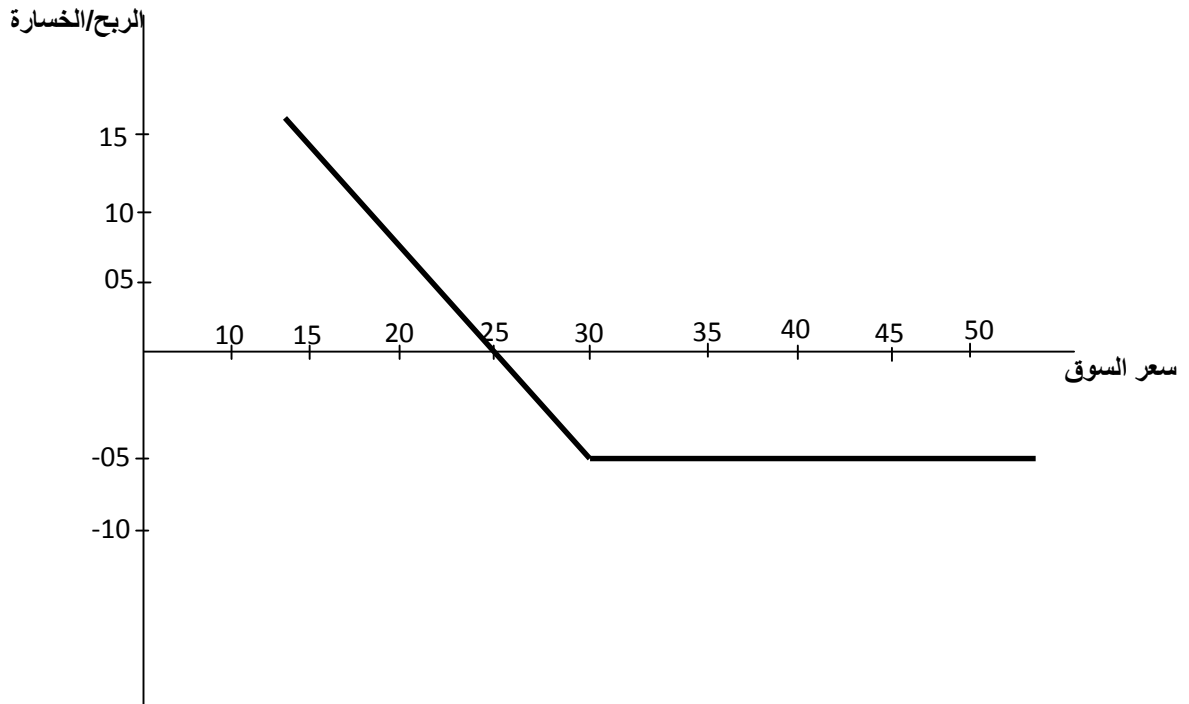
المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول نلاحظ أن:

- ❖ أقصى خسارة ممكن يصل إليها مشتري الحق هي قيمة العلاوة (05-)، وبالتالي فخسارته محدودة.
- ❖ ربحه من هذا العقد غير محدود، كلما انخفض السعر في السوق زادت ارباحه.
- ❖ عقد شراء خيار البيع يستخدمه المستثمر لتثبيت السعر من خطر الإنخفاض، وتجنب مخاطر الإنخفاض السعر مستقبلاً.
- ❖ ينفذ العقد عندما يكون سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق.

يمكننا تمثيل الجدول أعلاه في مخطط بياني على النحو الآتي:

الشكل رقم 05 - 05: تمثيل بياني لعقد شراء خيار البيع



المصدر: من إعداد الباحث

II. بيع خيار البيع: وهو قيام المضارب بقبض علاوة، مقابل الإلتزام بشراء أصل محدد بسعر محدد، للتنفيذ في تاريخ محدد.

مثال: في بورصة القاهرة للبضائع، تم عقد خيار بيع على الأرز، بسعر تنفيذ 30 جنيه للقنطار، علاوة خيار 05 جنيه.

المطلوب: في جدول بيّن حدود التنفيذ وعدم التنفيذ للعقد، مع بيان الخسارة في كل حالة لصاحب الحق (شراء خيار البيع).

الحل: في ظل فرضية أسعار السوق، فإن التنفيذ /عدم التنفيذ تبعاً للخسارة أو الربح يكون على النحو الآتي:

الجدول رقم 05 - 07: حالات التنفيذ وعد التنفيذ لعقد خيار بيع خيار البيع

سعر السوق	سعر التنفيذ	العلاوة (ثمن الخيار)	الربح/الخسارة	التنفيذ/عدم التنفيذ
10	30	05+	15-	تنفيذ
15	30	05+	10-	تنفيذ
20	30	05+	05-	تنفيذ
25	30	05+	0	تنفيذ
30	30	05+	05+	تنفيذ/عدم التنفيذ
35	30	05+	05+	عدم التنفيذ
40	30	05+	05+	عدم التنفيذ
45	30	05+	05+	عدم التنفيذ
50	30	05+	05+	عدم التنفيذ

المصدر: من إعداد الباحث

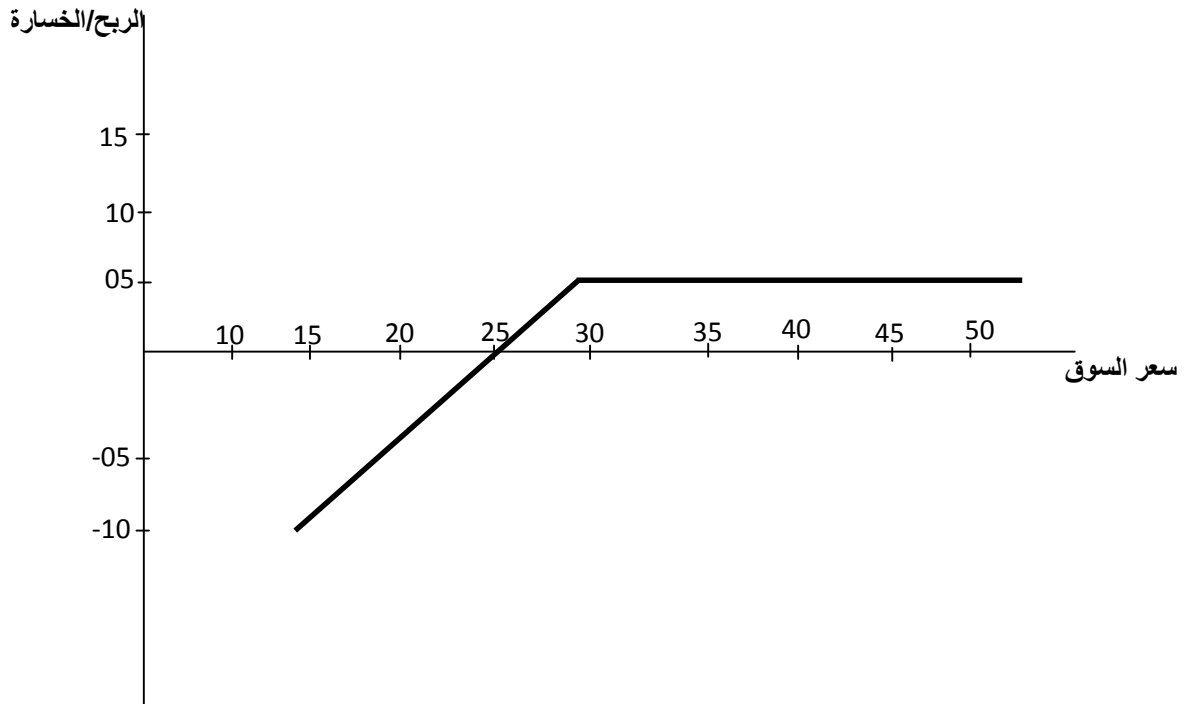
نشير هنا إلى أن التنفيذ أو عدم التنفيذ غير متعلق بصاحب الإلتزام، فهو ينفذ إذا أراد صاحب الحق التنفيذ.

من خلال الجدول نلاحظ أن:

- ❖ أقصى ربح ممكن يصل إليه بائع الحق هو قيمة العلاوة (05+)، وبالتالي فربحه محدود.
- ❖ خسارته من هذا العقد غير محدودة، كلما انخفض السع في السوق زادت خسارته.
- ❖ عقد بيع خيار البيع يستخدمه المضارب لتحقيق الربح من العلاوة، فعقود الخيار لا يتم تنفيذها غالباً، فهي لتجنب المخاطر فقط.
- ❖ تنفيذ العقد ليس متعلقاً بسعر السوق، بل بإرادة صاحب الحق في التنفيذ أو عدم التنفيذ.

يمكننا تمثيل الجدول أعلاه في مخطط بياني على النحو الآتي:

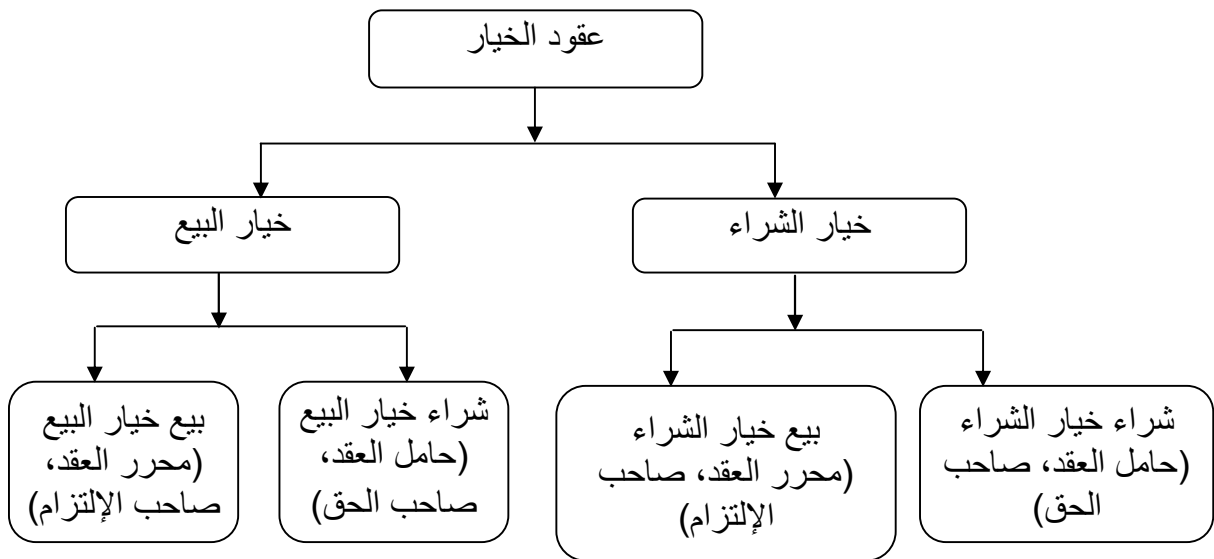
الشكل رقم 05 - 06: تمثيل بياني لعقد بيع خيار البيع



المصدر: من إعداد الباحث

من خلال ما سبق وللتبسيط أكثر، نورد المخطط البياني، الذي يوضح عقد الخيار ونوعه على النحو الآتي:

الشكل رقم 05 - 07: عقود الخيار وفق معيار طبيعة الصفقة وصاحب الحق والإلتزام.



المصدر: من إعداد الباحث

الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات).

تمهيد:

مع تنوع وتعدد عقود المشتقات المالية ظهرت تسمية متأخرة، تصف تلك العقود التي بدأ التعامل بها في بداية الأمر، والتي سميت بالعقود الرئيسية للمشتقات، وهي كناية عن العقود التي بدأ العمل بها كمشتقات لعقود أصلية موجودة على أرض الواقع، هاته العقود هي العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات، والتي فصلها على النحو الآتي:

أولاً: العقود الآجلة.

ونتطرق فيه إلى العناصر المتعلقة بهذا المحور على النحو الآتي:

1. تعريف العقود الآجلة: تعرف العقود الآجلة على النحو الآتي:

❖ تعريف العقود الآجلة: تعرف العقود الآجلة على أنها "عقد بين طرفين يلتزم فيها البائع للمشتري بتسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه (سعر التنفيذ – سعر الممارسة)، في تاريخ استحقاق محدد، مع دفع قيمة العقد عند التعاقد أو عند التنفيذ حسب الإتفاق"¹.

❖ كما يمكن تعريف العقد الآجل بأنه "عقد بين طرفين أساسيين، إما لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وتاريخ معين في المستقبل، وتستخدم البنوك والمستثمرين هذه العقود الآجلة لتجنب التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية والتدفقات والالتزامات (المطلوبة) المستقبلية"².

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

❖ تتميز العقود الآجلة بأنها عقود شخصية يتفق فيها الطرفان على ما يلائمهما من طريقة الدفع للعقد، والكمية وكيفية التسديد... الخ.

¹ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة سطيف، أكتوبر 2009.

² بنك مصر، مركز البحوث، أوراق بنك مصر البحثية: التخطيط الاستراتيجي في البنوك في عالم متغير، العدد السادس، 1999، ص ص 29 31

الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات).

❖ لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود في الأصل، ما دامت عقود شخصية، إلا أنه يتم التداول بها داخل البورصة.

❖ ليست عقوداً نمطية فجميع عناصرها يمكن الاتفاق عليها، ويتم تغييرها على حسب رغبة الطرفين.

❖ لا يمكن إلغاء العقد أو إطفائه بمجرد إبرامه، ويجب تنفيذه على أرض الواقع، على عكس عقود الخيار أو العقود المستقبلية.

❖ يكون السعر ثابتاً على طول فترة العقد، وبه يتم التنفيذ.

ما نضيفه هنا أن العقود الآجلة لا تختلف كثيراً عن تلك المعروفة سابقاً من الناحية التاريخية، ويتم التعامل بها في الأسواق العادية أو غير المنظمة، فهي لا تعدو كونها اتفاق بين طرفين، بائع ومشتري، يلتزم فيه البائع بالتسليم للأصل المتفق عليه في تاريخ الإستحقاق، وبسعر التنفيذ المتفق عليه، كما يلتزم المشتري بتنفيذ الصفقة، والفرق الوحيد عند التداول بها داخل البورصة هو أن غرف المقاصة وبيوت التسوية هي التي تضمن اتمام العقد وتنفيذه.

2. المتعاملون بالعقود الآجلة: على عكس العقود المشتقة الأخرى، فإن العقود الآجلة ، لا تستخدم

للمضاربة عادة، وإنما للإستثمار ، أما عن المتعاملون فيها فهم:

أ. البائع: وهو مالك الأصل فعلاً، أو قادر على توفيره قبل تاريخ الإستحقاق المتفق عليه، وهو عادة مستثمر مثل شركات النفط.

ب. المشتري: وهو مستثمر أيضاً، يلجأ لهاته العقود من أجل التحوط لتقلبات الأسعار مستقبلاً

ج. بيوت التسوية: وهي التي تقوم بتنفيذ العقد وضمانه مقابل عمولة.

ثانياً: العقود المستقبلية.

هناك إختلاف جذري بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية، ففي حين أن الأولى ليس لها تسويات يومية للخسائر والأرباح في قيمة العقد يجب تسويتها، فإن العقود المستقبلية هي عقود يتم تسوية فارق السعر يومياً، وهو ما نفضله في هذا المحور، بعد التطرق لعناصر العقود المستقبلية، وذلك على النحو الآتي:

الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات).

1. تعريف العقود المستقبلية: تعرف العقود المستقبلية على أنها "عقود بين طرفين لشراء أصول أو بيعها في وقت مستقبلي بسعر معين، ويتم تداولها عادة في البورصة، لجعل التداول ممكنا، تحدد البورصة ميزات موحدة ومعينة لهاته العقود، وبما أن الطرفين المتعاملين في العقد ليس بالضرورة يعرفان بعضهما البعض، فإن البورصة توفر أيضا آليات تعطي الطرفين الضمان بأنه سيتم الوفاء بالعقد"¹.

من خلال التعريف السابق، تتضح خصائص العقود المستقبلية، والتي نذكرها على النحو الآتي:

- ❖ تعمل غرفة المقاصة كبائع أو كمشتري دون منافسة للبائع وللمشتري، وهي التي تقوم بالمعاملة لصالح الطرفين من خلال وسطائهما، فالطرفان لا يعرف بعضهما البعض، وعليه تقوم غرفة المقاصة بالتعامل مع وسيط كل طرف على توازن الحسابات، تدفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الإستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة، وضمان إنجاز العقود بكفاءة.
- ❖ العقود المستقبلية لها خاصية التسوية اليومية لفروقات الأسعار، وتتولى غرفة المقاصة مع وسيط كل طرف عملية التسوية اليومية، حتى تبقى الحسابات متوازنة.
- ❖ يتطلب التعامل في العقود المستقبلية وجود هامش مبدئي أو ما يسمى بهامش الضمان، وهو الحد الأدنى الواجب ايداعه في الحساب لكل طرف لدى غرفة المقاصة، يعمل كضمان من الطرف لتنفيذ العقد، ويحدد الهامش ظروف السوق وسلوكيات المستثمر.
- ❖ تتقاطع العقود المستقبلية مع عقود الخيار في التسوية من خلال غرفة المقاصة، وتتقاطع مع العقود الآجلة في طريقة التنفيذ ومدتها.

أما عن أهم الفروقات بين العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيار، فنلخصها في الجدول

التالي:

¹ حسبية سميرة، مرجع سبق ذكره، ص195.

الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات).

الجدول رقم 05-08: مقارنة بين أهم عقود المشتقات المالية، العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيار

وجه المقارنة	عقود الخيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1- ماهيتها	هي عقود خيار، فعقد الخيار بالنسبة لمشتري أي يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزماً لمصدره. وهي نمطية ولا تتم فيها التسوية السعرية على أساس يومي	هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها.	هي عقود نمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلاً للتفاوض بما يجعلها عقوداً غير شخصية. والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما.
2- درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي	ليس لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء	ليس لها سوق ثانوي الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه (دون خسائر) وبالتالي فهي تنطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغيير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل
3- مدى التعرض للخسارة	تقتصر خسائر مشتري عقد الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة فقط. ولا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة لمحرر (أي البائع) عند التعاقد حتى في حالة تنفيذ المشتري لعقد الخيار	تتحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقاً لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر.	خسائر مشتري العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة.
4- استخدامها	على الرغم من أنها تستعمل كوسيلة للتحوط ضد المخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد، إلا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضاً من جهة نظر كل من مشتري عقد الخيار ومحرره	لا يجد المضاربون مكاناً في سوق العقود الآجلة فهم لا غرض لهم في الأصل محل التعامل، بل إن كل ما يهم المضارب هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوم بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أرباح.	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح.

الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات).

(البائع)

المصدر: فرج عبد العزيز عزت، اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية والمالية الحديثة)، لبيان للطباعة والنشر، مصر، 2002، ص 31

2. أنواع العقود المستقبلية: تختلف العقود المستقبلية من حيث النوع تبعاً لموضوع العقد، وعليه فالعقود المستقبلية تكون على النحو الآتي:

أ. العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: يتم تعريفها على أنها عقد بين طرفين، ينص على إقتراض كل منهما مبلغ مالي بعملة محددة، يتم توظيف المبلغ المقترض لدى بنك محدد، ويكون الإتفاق على تبادل أسعار الفائدة الناتجة عن كل مبلغ للطرف الآخر، وغالباً ما يتم عكس العقد، ولا يتم تسليم الفوائد للطرف الآخر، ويكون ذلك عند زوال الخطر الذي تم التحوط له¹.

ب. العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد².

ج. عقود مستقبلية على سلع: عقد بين طرفين، على تسليم البائع كمية محددة من سلعة متفق عليها، في تاريخ محدد، وبأسعار محددة، على أن يتم تسوية فروقات الأسعار اليومية نهاية كل يوم من مدة سريان العقد³.

ثالثاً: عقود المبادلات *SWAP.

عقود المبادلات هي نوع من العقود المشتقة، وهي تختلف كلياً عن العقود السابقة، نتطرق إليها على النحو الآتي:

1. تعريف عقد المبادلة: تعرف عقود المبادلة على أنها "عقد يمثل إتفاقي 569 بين طرفين، تبادل عوائد استثمار أصل محدد (توظيف أموال، عائدات أسهم... الخ)، في تاريخ استحقاق محدد"¹.

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل لنشر والطبعة، عمان، 1998 ص: 100

² عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية لنشر، مصر 1996، ص: 40

³ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003، ص: 235.

* ينصرف الذهن في مصطلح عقود المبادلات لدى البنوك التجارية، إلى إعادة تمويل البنوك التجارية لنفسها من السوق النقدي، وعليه فعقود المبادلة لدى البنوك التجارية هي "قروض ما بين البنوك التجارية لمدة قصيرة موضوعها عملة صعبة"

الفصل الخامس: العقود المشتقة المتداولة في بورصة البضائع (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات).

من خلال التعريف يتبين طبيعة عقود المبادلات، والمتمثلة في تبادل العوائد الناتجة عن توظيف مبلغ مالي، مثلا لدى الطرف الأول، ومبلغ مالي بعملة أخرى لدى الطرف الثاني، يتم الإتفاق على توظيف كل طرف للمبلغ الذي بحوزته، على أن يتم تبادل ما ينتج عن توظيف كلا المبلغين في تاريخ الإستحقاق.

2. الغرض من إستخدام عقود المبادلات: يكون الغرض من هذا التبادل عندما:

- ❖ يكون هناك صعوبة في الإقتراض بالعملات القيادية، وبالتالي فإن عقد المبادلة يوفر الأموال بالعملات المطلوبة، دون اللجوء إلى الإقتراض.
- ❖ عندما يكون هناك خطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الصرف، وبالتالي يوفر عقد المبادلة أداة تغطية وتحوط للمخاطر مستقبلا.
- ❖ ما تمتاز به عقود المبادلات أنه لا يتم تبادل الأصل، أو حتى الإتفاق على الأصل، وإنما يكون الإتفاق على تبادل ما ينتجه الأصل فقط وليس الأصل في حد ذاته.
- ❖ تهدف عقود المبادلة إلى تخفيض تكلفة التمويل، فعندما يتم تبادل العوائد الناتجة عن توظيف الأصل بالعملات القيادية غير الموجودة لدى المستثمر، فإنه يحقق ربحا من العملية تمكنه من تغطية التكاليف للتمويل.
- ❖ **الدخول إلى أسواق جديدة:** تمكن عقود المبادلة المستثمر إلى الدخول إلى الإستثمار في أسواق جديدة، دون أن يكون لديه رأس مال بالعملات القيادية الأخرى، وإنما مجرد إتفاق يمكنه من الدخول لتلك الأسواق وتحقيق العوائد المالية منها.
- ❖ استحداث أدوات مركبة: تعد عقود المبادلات من العقود المستحدثة، التي تمكن من التحوط وتقليل التكلفة، وفتح الفرص الإستثمارية وزيادة قوة الرفع المالي.

¹ مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، سنة 1994، ص 16.

الفصل السادس:

مؤشرات البورصة، القراءة، البناء
والتحليل.

تمهيد:

البورصات كسوق منظمة لها هيكل تنظيمي ومتدخلون باختلاف أهدافهم ومهامهم داخلها، تحتاج إلى مقاييس لتقييم أداء المتعاملين فيها، ومعرفة إتجاه أسعار الأصول المتداولة فيها، هاته المقاييس تعرف بالمؤشرات داخل البورصة، وهي ضرورية لمعرفة تقلبات أسعار الأصول بالدرجة الأولى، ثم كمقياس لتحديد أداء المحافظ المالية، كما يستخدمها المستثمرون والمضاربون لتحديد أي الأصول يجب الإستثمار فيها وأيها يجب التخلص منها، كما تعكس عديد المتغيرات وإتجاهاتها بالنسبة للإقتصاد.

1. تعريف مؤشر البورصة: يمكننا تعريف مؤشر البورصة على النحو الآتي:

❖ **التعريف الأول:** يعرف مؤشر السوق بأنه "عبارة عن قيمة رقمية، تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، يتم تكوينه في مرحلة البداية، ثم تتم المقارنة قيمه بعد ذلك مع قيمته عند البداية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، بناءً على قيمته عند البداية"¹.

يركز التعريف على طبيعة المؤشر كقيمة عددية إحصائية، يتم تكوينها في بداية إفتتاح السوق (غالباً ما تكون قيمة المؤشر الإفتتاحية هي قيمته عند الإغلاق في الجلسات السابقة)، ليتم تكوين قيمة المؤشر عند أي لحظة، ثم يتم مقارنة هاته القيمة مع قيمته عند الإفتتاح، ليتم بذلك تكوين مقياس رياضي يتم من خلاله الحكم على اتجاه أسعار الأصول المتداولة في البورصة.

❖ **التعريف الثاني:** يعرف مؤشر السوق بأنه "قيمة عددية إحصائية، من خلالها يمكن للمستثمر تحديد الأصول ذات الأداء الجيد، كما يتم استخدام المؤشر في الحكم على ثقة المستثمرين في الإقتصاد، إضافة إلى معرفة ظروف الإقتصاد ككل".

يركز هذا التعريف على كون المؤشر قيمة إحصائية عددية رياضية، تم تكوينها كنموذج استرشادي لمعرفة أداء السوق وإتجاه أسعار الأصول المتداولة فيه، كما يركز على أهمية المؤشر، أو وظيفة المؤشر وإستخداماته، إلا أنه يورد في التعريف وظيفه المؤشر في معرفة ظواهر كمية مثل الأسعار، وظواهر غير كمية مثل ثقة المستثمرين في أداء السوق.

¹ سعدي فاطمة الزهراء، محاضرات في السوق المالية معمق "المطبوعة الأولى"، مطبوعة مقيمة من المجلس العلمي لكلية العلوم الإقتصادي، جامعة المدية 2015، ص95.

من خلال التعريفين السابقين يمكننا تعريف المؤشر على أنه " قيمة عددية إحصائية، تستخدم لقياس أداء المحافظ المالية وإتجاه السوق، إضافة إلى الدلالة النسبية على بعض المؤشرات الأخرى ذات الطابع النوعي (متغيرات كيفية) داخل البورصة وخارجها".

من خلال هاته التعاريف السابقة يمكننا إستخلاص أهم خصائص المؤشر في البورصة، وذلك على النحو الآتي:

1. هو قيمة عددية إحصائية، يتم تكوينها كنموذج إسترشادي في بداية عمل السوق أو في لحظة محددة، وبعدها كل القيم المحسوبة تقارن بالقيمة الأولية.
2. يقيس أداء متغيرات كمية (أسعار مثلاً)، ويدل على متغيرات كيفية (ثقة المستثمرين في سياسة محددة).
3. يعكس عدة متغيرات من حيث أدائها وإتجاهها في لحظة محددة.
2. إستخدامات مؤشر البورصة: تكمن أهمية المؤشر في البورصة في كونه قيمة عددية إحصائية لعدد الأطراف التي تستخدمه كمعيار إسترشادي، منها ما هو داخل البورصة ومنها ما هو خارجها، وعليه فمؤشر البورصة تكمن أهميته وإستخداماته في الأمور التالية:

- a. **تعطي القيم الإحصائية فكرة سريعة عن إتجاه الظاهرة الإحصائية المدروسة، والمؤشر في البورصة يعطي فكرة سريعة عن تقلبات أسعار الأصول المتداولة، وبالتالي يستخدم كمقياس يحدد أداء المحفظة المالية بالنسبة للمستثمر.**
- b. **على الرغم من أن مؤشرات البورصة لا تستخدم كل الأصول المتداولة عند بناء قيمتها، إلا أنها تمكن من إعطاء فكرة عن الإتجاه الذي تسلكه أسعار الأصول المتداولة، وعليه فمؤشر البورصة يستخدم كمقياس للتنبؤ بأسعار الأصول مستقبلاً*.**
- c. **تقييم مهارات مديري المحافظ المالية، فمن خلال مؤشر السوق يمكننا الحكم على مدى أداء القِيَمِينِ على المحافظ المالية، ومدى تمكنهم من تحليل أوضاع السوق وإستثمارها**

* الأسواق المالية تطورت منذ ظهورها، فأصبحت هناك ظواهر بالنسبة لتقلبات الأسعار معروفة مسبقاً دون اللجوء إلى المؤشر، مثل أداء المحافظ المالية في تواريخ محددة من السنة مثل السعر بعد نهاية التوزيعات، وتأثيرات شهر جانفي على أسعار الأوراق المالية بعد احتتام الشركات لسنتها المالية وظهور أدائها، وعليه فأسعار الأصول هنا تتبع نتائج الشركات.

لصالحهم من خلال القدرة على التنبؤ باستخدام هاته المؤشرات لتحديد تركيبة المحفظة المالية الواجب الاستثمار فيها مستقبلاً.

d. تقدير المخاطر: يعمل المؤشر على تحديد أفضل للمخاطر المالية، فهو كقيمة عددية تبين تقلبات أسعار الأصول المتداولة في السوق، وعليه فأهمية المؤشر تكمن في تحديد مخاطر المحافظ المالية ذات التقلبات الكبيرة في تركيبة أصولها.

3. قراءة في شاشة التداول لبورصة (بورصة دبي - الشاشة حقيقية)

سوق دبي المالي هو سوق عالمي، يشغتل في دولة حيادية في مناطق الصراع، وهي تشكل مركز مالي دولي، كما تشكل بامتياز منطقة للمراكز المالية خارج الإقليم، إذ أنها من أهم الجناح الضريبية، إضافة إلى إستضافتها لعدد من شركات الأفشور حول العالم، كل هذا خاصة أنها دولة حيادية في مناطق صراع، جعلها تتبوأ مكانة دولية، وسوقها المالي ذا بعد إقليمي ودولي، تدخله عديد الدول والشركات من كل الدول، وخاصة العربية منها.

في هذا المحور نقوم بقراءة لشاشة التداول لسوق دبي المالي، وهي شاشة تداول حقيقية، جلسة يوم 20 فيفري 2020، بعد إغلاق السوق مباشرة بـ 15 دقيقة، في هاته الورقة يظهر جزء فقط من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، ومنه نطلق في قراءة مكونات شاشة التداول على النحو الآتي:

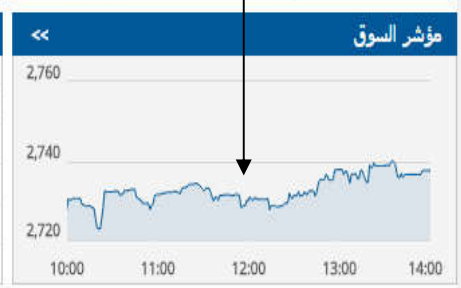
الجدول رقم 06 - 01: صورة حقيقية لشاشة التداول لبورصة دبي الدولية

المؤشر ▲ 2,737.51 | 9.46 | 0.35%
 تحديث: 14:00:27 2020-02-20 مطلق

OIC	ORIENT	OUTFL	SALAMA	SALAM_BAH	SHUAA	TABREED	TAKAFUL-EM
0.00	0.00	0.00	0.591	0.957	0.804	2.04	1.30
(0.00%)	(0.00%)	(0.17%)	(2.55%)	(3.13%)	(1.45%)	(1.52%)	

33	14	2	17	1,979	95,432,638	180,901,709.17
الصفقات	المنخفضة	الثابتة	المرتفعة	الصفقات	الحجم	القيمة
1,979	95,432,638	180,901,709.17	المجموع الكلي	0	0	0.00

العشرات	الاسم	الحجم	قيمة العنصر	التغير في السعر (%)	التغير في السعر
DFMSI (الشريعة) جديد	85,875,458	1,625.14	3.32	0.20%	▲
العقارات	53,206,913	3,492.62	6.29	0.18%	▲
البنوك	15,733,231	2,789.52	12.83	0.46%	▲
النقل	12,139,410	773.51	1.87	(0.24%)	▼
الخدمات	1,854,763	548.27	2.59	(0.47%)	▼



الأسعار الواردة متأخرة 15 دقيقة. للاطلاع على الأسعار الفورية يرجى تسجيل الدخول

الاسم الكامل	السعر	التغير في السعر	الحجم	قيمة الصفقات	أعلى	أدنى
--------------	-------	-----------------	-------	--------------	------	------

شركة أن ديجيتال سيرفيسز الق. AAN	0.177	0.001	1,121,408	197,597	0.260	0.151
شركة أجيبيتي للمخازن العم. AGLTY	7.04	0.00	0	0	8.13	5.76
العربية للطيران ش.م. AIRARABIA	1.58	0.01	6,610,118	10,511,164	1.61	0.90
مصرف عجمان ش. AJMANBANK	0.852	0.002	123,024	104,470	0.980	0.822
شركة الفردوس الق. ALFIRDIOUS	0.700	0.000	0	0	0.000	0.000
شركة اللابنس للتأمين ش ALLIANCE	383.50	0.00	0	0	0.00	0.00
شركة المدينة للتحويل ALMADINA	0.190	0.005	100,000	18,500	0.300	0.157
شركة الرمز كوربوريشن ALRAMZ	0.723	0.000	0	0	1.090	0.631
مجموعة السلام القا. ALSALAMKW	0.355	0.000	0	0	0.582	0.330
مصرف السلام ALSALAMSUDAN	1.43	0.00	0	0	1.50	0.91
دبي الإسلامية للتأمين وإعادة. AMAN	0.417	0.011	142,200	59,265	0.567	0.390

أولا قراءة المؤشر (الرقم 01 في الشاشة): يشير إلى مؤشر السوق، وهو قيمة عددية إحصائية يتم تكوينها، بناء على الفرق بين القيمة المحسوبة ليوم التداول وآخر جلسة سابقة عن يوم التداول، وهو يقرأ:

❖ **27237.51 نقطة***: أي ألفان وسبعمائة وسبعة وثلاثون وخمسة أعشار النقطة المئوية، وهي قيمة

المؤشر في يوم التداول، يتم حسابها بأخذ متوسط السعر لأهم أسعار الأسهم للشركات القيادية الكبرى في السوق مقسوما على عدد الأسهم.

❖ **9.46 نقطة**: أي أن مؤشر السوق مرتفع عن جلسة التداول السابقة ب9.46 نقطة.

❖ **السهم الأخضر للأعلى**: يدل اللون الأخضر على الإرتفاع مقارنة بالجلسة السابقة للتداول

❖ **0.35%**: هي قيمة الإرتفاع مقارنة بالجلسة السابقة للتداول، محسوبا بالنسبة المئوية.

ثانيا شريطة المعلومات (الأرقام من 02 إلى 11 في الشاشة): يسمى الشريط الذي تمر فيه هاته البيانات بشريط المعلومات، وهو يعطي فكرة سريعة عن وضعية السهم في السوق في لحظة معينة، مقارنة بجلسة التداول السابقة، كما يعطي فكرة عن طبيعة السهم، وأدائه، وجنسية السهم من أي دولة، وبأي عملة مقيم... الخ، وهو يضم ثلاثة أعماط من البيانات عن الأسهم وأدائها على النحو الآتي:

❖ **SALAMA في (الرقم 02 في الشاشة)**: وهو رمز الشركة لدى البورصة، يرمز إختصارا

لإسم الشهرة للشركة سلامة للتأمينات الإجتماعية، وهي شركة إماراتية في مجال التأمين، (مثل

الشركة الوطنية للعربات الصناعية في الجزائر سوناكوم، التي إختصارها SNVI)، وهكذا لكل

الشركات في شريط المعلومات.

* يتم قراءته بالنقاط، لأن الهدف منه هو معرفة إتجاه السوق، أما القيمة العددية في حد ذاتها فمدلولها نسبي، لأنها تضم مكونات غير متجانسة، فأسهم الشركات تكون متنوعة من قطاعات مختلفة (الصناعة، الفلاحة، البنوك... الخ)، ولذلك يتم قراءته بالأرقام، ولا يعكس دائما إتجاه السوق بدقة، فقد يكون أغلب المحافظ المالية المكونة من شركات صغيرة في السوق ذات أداء مالي جيد، في حين أن الشركات المدرجة في المؤشر يكون أداؤها سلبا، وعليه فالمؤشر يظهر السوق متراجع، في حين أن أغلب الشركات ذات أداء مقبول أو جيد.

❖ **الرقم 0.591 (الرقم 03 في الشاشة):** وهو يرمز لسعر السهم في جلسة التداول (سعر سهم سلامة للتأمينات هو 0.591 درهم إماراتي)، واللون الأخضر يدل على الإرتفاع مقارنة بالجلسة السابقة للتداول.

❖ **السهم الأخضر للأعلى (الرقم 04):** وهو يدل على إتجاه أداء السهم مقارنة بجلسة التداول السابقة، والذي يدل على الإرتفاع.

❖ **الرقم 0.001 (الرقم 05):** يدل على قيمة التغير في السعر مقارنة بجلسة التداول السابقة.

❖ **الرقم +0.17% (الرقم 06):** يدل على قيمة التغير بالارتفاع لسعر السهم مقارنة بجلسة التداول السابقة، محسوبة بالنسبة المئوية أي أن قيمة الإرتفاع لسعر السهم مقارنة بجلسة التداول السابقة كان 0.17%.

❖ **SALAM _ BAH (الرقم 07 في الشاشة):** يدل على رمز الشركة إختصاراً لإسمها، فيما يدل الرمز الثاني على جنسية الشركة وهي شركة بحرينية مدرجة في بورصة دبي باعتبارها بورصة دولية، في حين أن تقييم السهم بالدرهم الإماراتي يدل على نوعية شريحة السهم وهي شريحة أجنبية (سهم شركة مطروح في دولة أخرى، مقيم بعملة الدولة المطروح فيها، بوسطاء دوليين، و متاح لكل الأعوان الدوليين).

❖ **الرقم 0.957 (الرقم 08 في الشاشة):** وهو يدل على سعر السهم بالدرهم الإماراتي في أي لحظة في جلسة التداول لذلك اليوم، أي أن 0.957 درهم إماراتي هو سعر شركة السلام البحرينية للتأمينات في تلك اللحظة في جلسة التداول ليوم 20 فيفري 2020.

❖ **السهم بالأحمر للأسفل (الرقم 09 في الشاشة):** وهو يدل على إنخفاض سعر السهم في جلسة يوم التداول مقارنة بآخر جلسة تداول

❖ **الرقم 0.025 (الرقم 10 في الشاشة):** وهو يدل على قيمة الإنخفاض في قيمة السهم مقارنة بسعر السهم في آخر جلسة تداول، أي أن سعر السهم لشركة السلام البحرينية قد انخفض بـ 0.025 درهم إماراتي في جلسة يوم 20 فيفري 2020 مقارنة بآخر جلسة تداول السابقة.

❖ **الرقم 2.55% (الرقم 11 في الشاشة):** وهو يدل على قيمة الإنخفاض في قيمة السهم مقارنة بسعر السهم في آخر جلسة تداول محسوبة بالنسبة المئوية، أي أن سعر السهم لشركة

السلام البحرينية قد انخفض بـ 2.55% في جلسة يوم 20 فيفري 2020 مقارنة بآخر جلسة تداول السابقة.

نشير إلى أن اللون الرمادي على الشاشة في شريط المعلومات، مثل شركة orient لم يجر عليها تداول في جلسة يوم 20 فيفري 2020، ولذلك لم يجري عليها أي تغيرات مقارنة بجلسة التداول السابقة عن يوم 20 فيفري 2020.

ثالثا: التمثيل البياني لمؤشر السوق (الرقم 12 في الشاشة): هو التمثيل البياني لمؤشر السوق، يأخذ المحور الأفقي زمن الجلسة (بالساعات: الساعة 10:00 صباحا...الخ)، فيما يأخذ المحور العمودي قيمة المؤشر بالنقاط في أي لحظة من مدة سريان جلسة التداول لذلك اليوم.

رابعا: المؤشرات القطاعات (الرقم 13 في الشاشة): وهي نفس آلية حساب مؤشر السوق الرئيسي، إلا أنها تأخذ بالأسهم القيادية للشركات المدرجة في السوق لنفس القطاع مثل (قطاع العقارات، قطاع البنوك...الخ).

خامسا: الرموز في أقصى يسار الشاشة (الرقم 14 في الشاشة): هاته الرموز لها دلالاتها على النحو الآتي:

❖ **العلم باللون الأحمر:** الشركة قد حققت خسائر متراكمة بأكثر من 50% من رأسمالها، يدعم هذا الرمز المعلومات عن الشركة، فسعر السهم على شريط المعلومات عندما يكون بالأحمر لا يعكس حقيقة وضع الشركة، فقد يكون السهم قد انخفض لجلسة واحدة لظرف معين، إلا أنه عندما نجد العلم الأحمر مرافقا له، فهذا يعني أن السهم يحقق خسائر في سعره في جلسات متتالية وعديدة، وبالتالي ينصح بالابتعاد عن الإستثمار فيه.

❖ **العلم باللون الأصفر:** الشركة قد حققت خسائر متراكمة بأكثر من 20% إلى 50% من رأسمالها، يدعم هذا الرمز المعلومات عن الشركة، فسعر السهم على شريط المعلومات عندما يكون بالأحمر لا يعكس حقيقة وضع الشركة، فقد يكون السهم قد انخفض لجلسة واحدة لظرف معين، إلا أنه عندما نجد العلم الأصفر مرافقا له، فهذا يعني أن السهم يحقق خسائر

في سعره في جلسات متتالية وعديدة، وبالتالي ينصح بالابتعاد عن الإستثمار فيه، إلا أنه لم يصل بعد لتلك الدرجة التي وصلها العلم باللون الأحمر.

❖ **رمز الجرس:** يبين إجراءات إتخذتها سلطة دبي للسوق المالي، أي إجراءات التعامل مع الشركات المساهمة العامة المدرجة المتعثرة، ولا يتحمل سوق دبي المالي أدنى مسؤولية حيال ذلك بمجرد وضعه هذا الرمز على سهم الشركة في شاشة التداول، فهي شركة قد تكون أخلت بشرط من شروط الإدراج أو عدم إفصاحها عن المعلومات بشفافية، أو أي إخلال بإجراءات وشروط التداول في بورصة دبي للأوراق المالية.

❖ **رمز اللافنة الحمراء:** تدل اللافنة الحمراء على وقف التداول على سهم أي شركة يتم وضع أمامه هذا الرمز، ويكون ذلك إما من سلطة السوق، أو بطلب من الشركة، أو في حالات البيع غير الطبيعي في فترة الأزمات المالية عندما يصل انخفاض السهم 20% من قيمة السهم، أو حالات الذعر التي قد تؤثر على السوق ككل.

سادسا: قراءة في الجزء السفلي من الشاشة (الرقم 15 من الشاشة).

❖ **شركة العربية للطيران AIRARABIA:** وهو اسم الشركة الكامل، مع اختصاره بالانجليزية.

❖ **1.58 درهم:** وهو سعر الإغلاق لسهم الشركة في جلسة التداول السابقة.

❖ **1.58 درهم:** وهو سعر الإفتتاح لسهم الشركة في جلسة التداول الحالية.

ملحوظة: سعر الإغلاق لسهم الشركة في جلسة التداول السابقة يختلف عن سعر الإفتتاح لسهم الشركة في جلسة التداول الحالية، كما في شركة المدينة للتمويل، والسبب في ذلك أن الوسطاء المالية في البورصة لديهم فترة زمنية يدخلون فيها الأوامر الجديدة لما كان السوق مغلقا، حتى يتمكنوا من تعديل أوامر البيع والشراء لديهم، وبالتالي تختلف سعر الإفتتاح عن سعر الإغلاق، أما إذا لم يكن لديهم أوامر جديدة، فسعر الإفتتاح وسعر الإغلاق يبقى على حاله كما في شركة العربية للطيران.

❖ **1.61 درهم:** وهو أعلى سعر وصل إليه سهم الشركة في هاته الجلسة (دون مقارنة بالجلسة

السابقة).

❖ **1.57 درهم:** وهو أدنى سعر وصل إليه سهم الشركة في هاته الجلسة (دون مقارنة بالجلسة السابقة).

❖ **339.116 سهم:** وهو الكمية المطلوبة (عدد الأسهم) من المستثمرين والمستعدين لشرائها فعلا.

❖ **1.57 درهم (الطلب):** وهو السعر الذي عرضه المستثمرون المشترون لشراء الكمية المطلوبة من سهم الشركة.

❖ **1.60 درهم:** وهو السعر الذي عرضه البائعون لبيع الكمية المعروضة منهم من سهم الشركة.

❖ **2243 سهم:** وهو الكمية المعروضة (عدد الأسهم) من البائعين والمستعدين لبيعها فعلا عند سعر 1.60 درهم اماراتي.

❖ **1.57 درهم (السعر الحالي):** وهو السعر التوازني عند التقاء قوى العرض مع قوى الطلب على السهم، وهو السعر الذي تتم به الصفقات في حال رغبة الطرفين اتمام الصفقة.

❖ **0.01 درهم (التغير في السعر):** وهو الفرق في سعر السهم ما بين جلسة التداول السابقة عند الإغلاق والسعر الحالي، ويتم حسابه وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{التغير في السعر} = \text{سعر التداول الحالي} - \text{سعر السهم عند الإغلاق}$$

وعليه: التغير في السعر = 1.57-1.58 = التغير في السعر = 0.01 درهم اماراتي.

❖ **0.63 % التغير في سعر السهم بالنسبة المئوية:** وهو الفرق في سعر السهم ما بين جلسة التداول السابقة عند الإغلاق والسعر الحالي، محسوبا بالنسبة المئوية، ويتم حسابه وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{التغير في السعر} = (\text{سعر التداول الحالي} - \text{سعر السهم عند الإغلاق}) / (\text{سعر السهم عند الإغلاق})$$

وعليه:

$$\text{التغير في السعر} \% = (1.58 - 1.57) / (1.58) = \text{التغير في السعر} \% = 0.63\%$$

❖ **الحجم 6610 سهم:** وهو عدد الأسهم المباعة فعلا في الجلسة الحالية بأسعار مختلفة في جلسة التداول السابقة.

❖ **القيمة 10511 درهم أماراتي:** وهو قيمة الأسهم المباعة فعلا مقومة بالدرهم الإماراتي في جلسة التداول الحالية.

❖ **143 (عدد الصفقات):** عدد الصفقات التي تم إبرامها فعلا في جلسة التداول الحالية بأسعار مختلفة.

سابعاً: بناء مؤشر البورصة.

مؤشر البورصة بما أنه قيمة عددية إحصائية، فإنه يتم بناؤه (حسابه)، من خلال جمع البيانات المختلفة لأسعار الأسهم وعدد الصفقات عليها، وترجيح كل سهم حسب قوة الشركة... الخ، ليتم تبويب هاته البيانات وتفرغها، للحصول على القيمة العددية للمؤشر في النهاية، والتي لها المدلول الإحصائي في البورصة الذي ذكرناه سابقاً، إلا أننا نشير إلى أن المؤشر لا يأخذ كل الأسهم في السوق المالي، وإنما له تركيبة محددة من الشركات المسماة قيادية في السوق*، وهنا نورد كيفية بناء المؤشر عموماً، بعد أن نورد أهم الشروط الواجب الأخذ بها قبل بناء المؤشر، وذلك على النحو الآتي:

1. شروط بناء المؤشر: هناك شروط ضرورية واجب الأخذ بها قبل حساب المؤشر، وهي على النحو الآتي:

a. ملاءمة العينة: بما أن المؤشر في كل بورصات العالم لا يأخذ كل الأسهم في حسابه، وإنما يأخذ أكبر الشركات القيادية في السوق، فإن هذا يجعله لا يعكس إتجاه السوق بدقة، ولذلك فإن عينة الاسهم (الشركات القيادية الأكبر في السوق)، يجب أن تكون ملائمة جداً للتعبير عن حجم السوق، وتكون شاملة لكل القطاعات في البورصة.

b. حجم العينة: حجم العينة المقصود بها عدد الشركات التي تدخل في حساب قيمة المؤشر، وكلما كان عدد الشركات في عينة المؤشر كبيراً كلما كان تمثيله دقيقة، دون أن

* على سبيل المثال لا الحصر: مؤشر CAC 40 وهو مؤشر بورصة باريس، يدخل في حسابه أكبر 40 شركة قيادية.

Egx 30: مؤشر بورصة القاهرة الرئيسي، يدخل في حسابه أكبر 30 شركة قيادية.

Egx 70: مؤشر بورصة القاهرة الثانوي، يدخل في حسابه أكبر 70 شركة قيادية. أي تم توسيعه.

ننسى عدد القطاعات التي تمثلها شركاتها في المؤشر، فلا يصح أن نأخذ شركات قطاع الصناعات وإن كانت قيادية ونحمل شركات قطاع الفلاحة أو البنوك، ولذلك يجب أن تكون العينة في حجمها تمثل تمثيلاً صحيحاً لتكيفية السوق.

c. إتساع العينة: ويقصد به عدد الشركات التي تشملها، تكون كبيرة ومتوسطة وصغيرة، ومن كل القطاعات المختلفة.

d. مصدر معلومات العينة: يأخذ المؤشر في حسابه فرضية كفاءة السوق، والمقصود بها درجة حساسية السوق للمعلومات الواردة إليه، وترجمتها في تحركات الأسعار للأسهم، وعليه فإنه في حساب المؤشر، يجب إستبعاد مصدر المعلومات الذي يكون من خارج السوق المالي، مع الأخذ بتلك المعلومات الواردة من الشركات، على إعتبار وجود شفافية في الإفصاح المعلوماتي من الشركة.

2. حساب المؤشر: نقوم بحساب المؤشر على النحو الآتي:

❖ **حساب المؤشر بطريقة الترجيح على أساس القيمة:** حسب هاته الطريقة، فإنه يتم حساب قيمة المؤشر في المرة الأولى وتدعى بقيمة الأساس، ويتم حسابه في أي جلسة تداول بعد ذلك، ليتم مقارنته بالقيمة الأولى، ويتم حساب المؤشر بالقيمة وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{المؤشر} = \sum Q \times P$$

مثال: لتكن لدينا البيانات التالية في بورصة دولة ما على النحو الآتي:

الجدول رقم 06 - 02: بيانات أسعار وكمية الأسهم في البورصة (إفترض).

شركة مالية		شركة فلاحة		شركة صناعية		شركة إتصالات		
عدد الأسهم	سعر السهم	عدد الأسهم	سعر السهم	عدد الأسهم	سعر السهم	عدد الأسهم	سعر السهم	
Q	P	Q	P	Q	P	Q	P	
70	12	12	54	40	201	20	150	يوم 2020/12/19
60	13.41	14	52.5	42	198	21	150.12	يوم 2020/12/20

المصدر: من اقتراح الباحث.

المطلوب: أحسب قيمة المؤشر في يوم 2020/12/19، وفي يوم 2020/12/20؟ وقراءته؟؟

أحسب تغير المؤشر بالنقاط؟ أحسب تغير المؤشر بالنسبة المؤوية؟

الحل:

أولاً: حساب قيمة المؤشر في:

$$\text{❖ يوم 2020/12/19: المؤشر} = \sum Q \times P$$

$$\text{المؤشر} = \sum ((150 \times 20) + (201 \times 40) + (54 \times 12) + (12 \times 70)) \text{ قيمة المؤشر} = 12528 \text{ نقطة}$$

ويقراً: قيمة المؤشر في يوم 2020/12/19 بلغت 12528 نقطة.

$$\text{❖ يوم 2020/12/20: المؤشر} = \sum Q \times P$$

$$\text{المؤشر} = \sum ((150.12 \times 21) + (198 \times 42) + (52.5 \times 14) + (13.41 \times 60)) \text{ قيمة المؤشر} = 13008,12 \text{ نقطة}$$

ويقراً: قيمة المؤشر في يوم 2020/12/19 بلغت 13008,12 نقطة.

ثانياً: حساب التغير قيمة المؤشر: يتم حسابه بالقيمة وفق الصيغة الرياضية:

التغير في قيمة المؤشر = $INDIX2 - INDIX1$ وعليه قيمة التغير في المؤشر تكون:

$$\text{التغير في قيمة المؤشر} = 12528 - 13008,12 \text{ التغير في قيمة المؤشر} = 480,12 \text{ نقطة}$$

ملحوظة: في مؤشر البورصة في الواقع الحقيقي قيمة التغير في المؤشر هي التي تعطى بعد إشارة السهم الملون، ويتم حسابها بالفرق بين قيمة المؤشر في جلسة التداول لذلك اليوم وقيمة المؤشر في جلسة التداول السابقة عند الإغلاق، فلو نعود لمؤشر بورصة دبي الحقيقي في شاشة التداول السابقة نجد: قيمة المؤشر

$$2737.51 \text{ نقطة، أما التغير المؤشر} \blacktriangle 9.46 \text{ نقطة}$$

وعليه في مثلنا هذا، يكون: التغير المؤشر $\blacktriangle 480,12$ نقطة

وهي القيمة التي تكون على شاشة التداول، وتشير إلى قيمة التغير في قيمة المؤشر، ما بين جلسة

التداول الحالية وقيمتها عند الإغلاق في جلسة التداول السابقة.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب.

1. عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر 2000.
2. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق بورصات، دار الشروق، الأردن 2005.
3. الطاهر لرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2013.
4. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن 2009.
5. مروان عوض وآخرون، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط01، الاردن 2009.
6. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الاوراق المالية- دراسة تحليلية- دار الفكر، دمشق- سورية ، 2002
7. شاكر القزويني، محاضرات في إقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1992.
8. خليل عبد القادر، الاقتصاد البنكي مدخل معاصر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2017.
9. محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن 2004.
10. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل لنشر والطبعة، عمان 1998.
11. عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية لنشر، مصر 1996.
12. أحمد سعيد عبيد العلي، إستراتيجيات الإستثمار في الخيارات المالية، دار وائل للنشر، الأردن 2005.
13. مروان عوض وآخرون، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية، معهد الدراسات المصرفية، الأردن 2004.
14. محمد صالح، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد، "الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها"، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2006.
15. محمد مطر، فايز تيم، " إدارة المحافظ الإستثمارية"، عمان، دار وائل للنشر، ط1، 2005
16. هبة محمود الطنطاوي الباز، التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها، القصر للطباعة والدعاية والإعلان، مصر 2006.
17. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، 2003.
18. خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية، عمان، دار المسيرة، 1998.
19. فتحي سليم وزياد غزال، "حكم الشرع في البورصة"، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط 02، الأردن 2003.
20. محمد مطر وتيم فايز، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر، ط01، الأردن 2005.
21. البرواري شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق 2020.

22. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، سن 2004.
23. أسامة عمر الأشقر، البيع على المكشوف كصيغة استثمارية وأداة للتحوط المالي دراسة فقهية، مجلة كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة قطر، العدد 28، سنة 2010.
24. مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار الفا دوك للنشر، ط01، الجزائر 2019.
25. اسامة الفولي وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر 2005.
26. بخزار يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003.
27. احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر 2008.
28. خير الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، مطابع الولاء الحديثة، مصر 2002.
29. محمود محمد الداغر، مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق، الأردن 2005.
30. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 1998.
31. محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2004.
32. أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، 20 شارع سوتير، الإسكندرية، 2006.
33. شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية سنة 1999.
34. اسامة الفولي وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر 2005.

ثانيا: أطروحات الدكتوراه، ورسائل الماجستير:

1. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم إقتصادية، جامعة الجزائر 2006.
2. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص إقتصاديات الأعمال، جامعة سطيف 2013.
3. بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج للدراسات العليا المتخصصة PGS غير منشورة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2007.

4. وليد مروان عليان، أثر إستخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على اسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص: إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن 2009.

ثالثا: المطبوعات العلمية المحكمة.

1. سعدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية معمق المطبوعة الأولى، مطبوعة مقيمة من المجلس العلمي لكلية العلوم الاقتصادية، جامعة المدية 2015.
2. حشايشي سليمة، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ، جامعة سطيف 01، السنة 2019-2020.
3. بن صوشة ثامر، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر، إدارة مالية، جامعة تيارت 2018.
4. عبيدات عبد الكريم، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، مطبوعة مقيمة من المجلس العلمي لكلية العلوم الإقتصادية، جامعة البويرة، موجهة لطلبة السنة أولى ماستر، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي، البويرة 2006.

رابعا: القوانين.

1. الأمر 03 – 11 المتعلق بالنقد والقرض، المؤرخ في 26 اوت 2003.
2. القانون 03-04 المتعلق بتنظيم المؤتمن المركزي للسندات، المؤرخ في 17 فيفري 2004.
3. القانون 88-01 - المسمى القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الإقتصادية، المؤرخ في 12 جانفي 1988

خامسا: المجالات العلمية والملتقيات.

1. حسيبة سميرة، إصلاح اسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لإجتنااب أزمات مالية مستقبلية، مقال منشور في مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد: 28، العدد: 01.
2. نبال محمود قصبه، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد ، سنة 2011.
3. بن دعاس زهير، تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز - حالة سوق الخيارات الكويتي، مجلة معارف، جامعة البويرة، العدد 20 - جوان 2016.
4. نبال محمود قصبه، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 04 سنة 2011.

5. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول " الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة سطيف، أكتوبر 2009. التقارير الدورية:

6. بنك مصر، مركز البحوث، أوراق بنك مصر البحثية: التخطيط الاستراتيجي في البنوك في عالم متغير، العدد السادس، 1999. سادسا: مواقع الأنترنت.

1. سوق دبي للأوراق المالية [Www.Adx.Er](http://www.Adx.Er) أطلع عليه يوم 2019/11/15.

2. البورصة المصرية، الشراء الهامشي، متاحة على الموقع www.egx.com.eg، أطلع عليه يوم 2020/07/19.

سابعا: المراجع باللغات الأجنبية.

1. Shelagh heffer nan, » Modern banking in theory and practice » new york,1998.
2. Michel fleuriat, yves simon, bourse, et marches financiers, economica, paris, 2edition.
3. R.roum et christian, droit civil les obligations, le contrat, T111.
4. René Rodiere, droit comercile effets de commerce contrats comerceaux faillites, 6emeed, dalloz 1972 .
5. Addison Frederics, mishkin ,the economic of money banking and financial market,edition 6, Wesley,USA2001.
6. paul-jacqies lehman,la bourse de paris ,dunod, paris,edition1,1991.