



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة سطيف 1
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم التجارية



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير

التخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة

الشعبة: علوم تجارية

الموضوع :

أثر تداول عقود الخيارات على أداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق الخيارات المتداولة لباريس MONEP

المشرف:

الأستاذ الدكتور: ملياني حكيم

إعداد الطالب:

زواي عزالدين

لجنة المناقشة:			
رئيسا	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د. جبار محفوظ
مشرفا ومقررا	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د. ملياني حكيم
مناقشا	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د. قطاف ليلي
مناقشا	جامعة سطيف 1	أستاذ محاضر -أ-	د. خباياة حسان

السنة الجامعية: 2014/2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

إلى من قال فيهما المولى تعالى " وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا ۗ إِنَّمَا يُبَلِّغَنَّكَ عِنْدَكَ الْكِبَرَ أَحَدُهُمَا أَوْ كِلَاهُمَا فَلَا تَقُلْ لَهُمَا أُفٍّ وَلَا تَنْهَرْهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا " (الإسراء: 23)

صدق الله العظيم

إلى من تحمل الفجر في كفيها والجنة تحت قدميها، إلى من أعتبرها سيده النساء التي وهبت نفسها لأجلي، والتي سهرت لتزيل عني همي وحزني، إلى امرأة تمنيت أن تبقى سندي ورفيقة دربي حتى آخر نفس في صدري

أمي الغالية رحمها الله وغفر لها

إلى من علمني أن أرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل اسمه بكل افتخار، وستبقى كلماتك نجوم أستدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد

أبي العزيز

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكرهم فؤادي

إلى إخوتي الأعزاء كل باسمه

إلى جميع أقاربي وأحبائي

إلى من سرنا سويا ونحن نشق الطريق معا نحو النجاح والإبداع، إلى أصدقائي وزملاء الدراسة

إلى من علمونا حروفا من ذهب وعبارات من أسمى وأجلى العبارات في العلم

إلى الأستاذة الرائعين " د. جمال معتوق، د. بوحادرة عبد الكريم، د. دلفوف سفيان " الذين ساندوني ووقفوا بجاني في هذا العمل

إلى كل من ساعدني وأعانني ولو بالكلمة الطيبة

وإلى من نسيهم قلبي ولم ينسهم قلبي، إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

عز الدين

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم " رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ " (النمل: 19)

صدق الله العظيم

الحمد لله رب العالمين، الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم، اللهم انفعنا بما علمتنا، وعلمنا ما ينفعنا، وزدنا علما، وهب لنا من لدنك رحمة، إنك أنت الوهاب والصلاة والسلام على نبينا محمد أشرف المرسلين، وعلى آله وصحبه أجمعين، ومن سار على هداة إلى يوم الدين، أما

بعد:

يقول الرسول صلى الله عليه وسلم " من قال جزاكم الله خيرا، فقد أبلغ في الثناء " وقوله صلى الله عليه وسلم " لا يشكر الله من لا يشكر الناس "

لذا يقتضي الواجب أن نذكر فضل من شجعنا وساعدنا على إتمام هذه الدراسة، وعليه نتقدم بخالص الشكر وعظيم التقدير والامتنان إلى الأستاذ الدكتور الفاضل " أ.د. ملياني حكيم " الذي أسعدنا بإشرافه على هذه الدراسة، ومنحنا الكثير من وقته، وجاد علينا بإرشاداته السديدة وتوجيهاته المفيدة، ومنحنا من علمه ما يعجز مثلنا عن مكافئته، فجزاه الله خير الجزاء

وكما نتقدم بالشكر والامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة (الأستاذ الدكتور: جبار محفوظ، الأستاذ الدكتور: قطاف ليلي، الدكتور: خبابة حسان) لتكرمهم بمناقشة رسالتنا.

والله من وراء القصد

المقدمة

في ظل التوجه نحو اللاموساطة المالية، فإن المؤسسات الاقتصادية ذات العجز أو الفائض التمويلي قد ساهمت في رفع أهمية نشاط الأسواق المالية، هذه الأخيرة عايشة آثار العولمة المالية وارتباطها ببعضها البعض، وفي هذا السياق أدت زيادة التقلبات في الأسواق المالية الناتجة عن انتقال العدوى بينها إلى ارتفاع المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية. تعد الأسواق المالية أهم الركائز الاقتصادية في أي بلد في العالم، كما يعرف الاستثمار بأنه التضحية بقيمة مالية مؤكدة في المستقبل. فالمستثمر يضحي بجزء أو كل ثروته حيث يقرر تجميد أمواله في استثمارات على أمل تنمية هذه الأموال، إلا أن الاستثمار في الأوراق المالية يقوم على حتمية الحصول على عائد عند أقل مستوى من المخاطر، ويترتب على كل عائد متوقع درجة معينة من المخاطر.

مع تزايد القيود المفروضة على الأسواق المالية، سواء كانت قيود تشريعية أو ضريبية أو تأسيسية "مثلا الرأس المال الأدنى"، بالموازاة مع ارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، ظهر الاهتمام بالابتداع المالي بغية إيجاد ابتكارات مالية جديدة تخفف من هذه القيود وتؤدي إلى تقليل المخاطر المالية مما يرفع من نسب التعاملات في الأسواق المالية.

على هذا الأساس ظهرت العديد من المنتجات المالية الجديدة مثلة أساسا في المشتقات المالية، والتي يمكن ذكر أهمها كما يلي: عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المبادلات، حقوق التصرف وعقود الخيارات. إن تداول عقود الخيارات ساهم بشكل كبير في زيادة عدد المستثمرين في الأسواق المالية بغية تحقيق التغطية وتقليل المخاطر وتلبية حاجات المستثمرين خاصة الذين يرغبون في تحسين عوائدهم.

إشكالية البحث:

بناء على ما سبق، يمكن صياغة إشكالية البحث في السؤال التالي:

- إلى أي مدى يؤثر تداول عقود الخيارات على أداء الأسواق المالية؟

بناء على هذا السؤال، يمكن طرح جملة الأسئلة الفرعية التالية:

- ◆ كيف أدى ظهور الابتكار المالي إلى ظهور الخيارات؟
- ◆ كيف يؤثر تداول الخيارات على أداء الأسواق المالية؟
- ◆ إلى أي مدى يؤثر تداول الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس؟

فرضيات البحث:

- ◆ يساهم تداول عقود الخيارات في تحسين أداء الأسواق المالية من خلال ما تقدمه من خدمات؛
- ◆ إن تداول عقود الخيارات له مخاطر، يمكن أن تؤثر سلبا على أداء السوق المالي؛
- ◆ يؤثر التعامل بالخيارات في سوق الخيارات المتداولة لباريس (MONEP) على أداء السوق المالي الفرنسي.

أهمية الموضوع ودوافع إختياره:

- ◆ حداثة الموضوع، كون الأدوات المالية محل الدراسة هي أدوات جديدة؛
- ◆ قلة المواضيع التي اهتمت بعقود الخيارات في الجامعة الجزائرية، وبالتالي محاولة إثراء المكتبة الجامعية بهذا البحث المتواضع؛

- ◆ المحيط الإقتصادي العالمي الحديث المتميز بالعولمة المالية وانتشار التقلبات، مما يحتم دراسة أدوات مالية توفر التغطية اللازمة؛

- ◆ تم إختيار سوق MONEP بسبب توفر المعلومات حوله، اضافة إلى كونه سوقا متطورا يمثل الخصائص الأساسية لسوق الخيارات، فهو سوق منظم خاصة بعد تشريعات سنة 1986.

أهداف البحث:

- التعريف بالمشتقات والأدوات المالية الحديثة؛
- توضيح المفاهيم المتعلقة بالخيارات؛
- إبراز أثر تداول الخيارات على أداء وأنشطة السوق المالية.

منهج الدراسة:

في القسم النظري يتم الإعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي أساسا من خلال الوصف الدقيق لكل من: السوق المالي، المشتقات المالية، عقود الخيارات، وتحليل أثر عقود الخيارات على أداء السوق المالية، وفي هذا السياق يتم الإستناد إلى الجداول والأشكال البيانية لتوضيح وتبسيط هذه الآثار.

القسم التطبيقي يركز على منهج دراسة الحالة من خلال تحليل سوق MONEP، وفي هذا السياق يتم الاعتماد على بعض النماذج الاحصائية والرياضية لقياس أثر تداول الخيارات على السوق المالي.

خطة البحث:

تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول:

الفصل الأول: يتناول ثلاث مباحث وهي: مدخل للسوق المالي، الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية الأوراق المالية التقليدية المتعامل بها في سوق رأس المال.

الفصل الثاني: يتم فيه التركيز على مكانة عقود الخيارات بين المشتقات المالية، بحيث قسم إلى ثلاثة مباحث وهي: المشتقات المالية، الإطار الأساسي لعقود الخيارات، أسس تقييم عقود الخيارات ونماذجها.

الفصل الثالث: وهو الفصل التطبيقي، ويكون مخصص لدراسة أثر تداول عقود الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس.

الفصل الأول:

السوق المالي والأدوات المالية

الأساسية المتداولة فيه

مقدمة:

يعتبر المال عنصر ضروري في أي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة، فلهذا كان لا بد من وجود آلية لتوفير وتقديم هذا المال للأنشطة المختلفة وذلك في الوقت المناسب وبالقدر المناسب. وقد عرف وقتنا المعاصر تطورا ملحوظا للأسواق المالية، حيث أصبحت ركنا أساسيا من أركان البنية المالية والاقتصادية لأي دولة، نظرا للدور الفعال الذي تلعبه في النظم الاقتصادية الحديثة وكذا في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، حيث هذه الأهمية الاقتصادية المتزايدة للأسواق المالية جعلتها كأحد أهم مصادر التمويل في ظل اللامساواة المالية إذ ازداد الطلب على التمويل المباشر، مع تراجع ملحوظ لدور البنوك في التمويل الغير مباشر حيث لاقت الأدوات المالية المستعملة في التمويل المباشر رواجا كبيرا في مختلف الأسواق المالية العالمية سواء تلك التي تتداول في الأسواق المالية القصيرة الأجل، أو التي يتعامل بها على المدى المتوسط والطويل الأجل، ولهذا ارتأينا إلى تخصيص هذا الفصل لدراسة السوق المالي والأدوات المالية الأساسية المتداولة فيه، وفي هذا الفصل سوف يتم التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مدخل للسوق المالي

المبحث الثاني: الأوراق المالية الأساسية المتداولة في السوق النقدية

المبحث الثالث: الأوراق المالية التقليدية المتعامل بها في سوق رأس المال

المبحث الأول: مدخل للسوق المالي.

إن الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في العلاقات الاقتصادية كبير ومتعدد الأوجه فهي تمثل الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، ونظرا لهذا الدور الفعال لها وزيادة أهميتها الاقتصادية كان لنا أن نحاول في هذا المبحث دراسة السوق المالي بالتفصيل من خلال التطرق إلى ماهيته وتطوره التاريخي عبر الزمن، وإلى أنواعه المختلفة بالإضافة إلى الوظائف التي يؤديها وكذا مقوماته.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية وأهميتها

قبل القيام بأي شيء لابد من التعرف على مفهوم السوق المالي وكذا تاريخ وجوده وتطوره عبر الزمن.

1. ماهية الأسواق المالية:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، فالسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وعلى هذا الأساس عرف الكتاب والاقتصاديون السوق المالي على النحو التالي:

فقد عرف محمد عبده محمد مصطفى الأسواق المالية على أنها: "مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساهم في إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة راس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج، إذ أن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع على أفضل استخداماتها".¹

كما عرف محمد مطر السوق المالي على أنه: "ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأسعار السائدة في السوق في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".²

وفي تعريف لعاطف وليم أندراوس نجد أن: "السوق المالي عبارة عن آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية و تعكس الطلب على هذه الموارد، أي أن أسواق المال تحول الموارد المالية من الوحدات التي تمتلك القدرة و الرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتمتلك

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، دار حامد للنشر والتوزيع، الإسكندرية، ط1، 1998، ص3.

² - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2005، ص 60-61.

القدرة على الاستثمار، و في أداؤها لتلك الوظيفة، فان سوق المال تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد المالية "1.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص تعريف للسوق المالية على أنها تلك الآلية التي تستعمل بهدف الجمع بين البائعين والمشتريين أي بين قوى العرض والطلب وذلك بغض النظر عن المكان المادي للسوق، إذ تعمل على تحريك ونقل المال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، من خلال المنشأة المالية المتخصصة والأدوات المالية المتعددة ذات الانتشار الواسع والعميق، بما يضمن أكبر استقطاب ممكن للمدخرات وأحسن تخصيص لها.

2- أهمية الأسواق المالية:

تلعب الأسواق المالية دورا هاما وأساسيا في اقتصاديات الدول، وتظهر أهميتها الاقتصادية في أمور متعددة، نذكر منها ما يلي²:

2-1 توفير السيولة:

يتمكن حملة الأوراق المالية في السوق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، ببيع تلك الأوراق وفي أي وقت. حيث يوجد دائما من هم على استعداد لشرائها، باعتبار أن السوق المالية سوق مستمرة. وتوفير السيولة في السوق المالية يمكن من تفادي مخاطر تجميد المدخرات، عن طريق تسهيل عملية دوران رأس المال بتغيير الملاك أو المساهمين. وتظهر هذه الأهمية جليا، عند مقارنة توظيف الأموال في السوق المالية وتوظيفها في أشكال أخرى من الاستثمار كالعقارات، فعملية تحويل هذه الأخيرة إلى سيولة نقدية يتطلب وقتا وإجراءات، قد تكون معقدة ومكلفة على عكس التوظيف في الأوراق المالية.

2-2 حماية المستثمر:

تقوم السوق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها، بتنظيم ومراقبة عملية الإصدار للأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. كما يمكن أن تقدم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، من خلال تحليل عوامل العرض والطلب لهذه الأدوات وبيان

1 - عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص3.

2- للفهم أكثر يمكن الاطلاع على:

- جبار محفوظ، "البورصة الخوصصة وتسيير المؤسسات العمومية"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف، ص105-119.

- ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص7.

- Olivier Picon, "La Bourse", 14^{ème} édition, Delmas, France, 2000, p16-172.

احتياجات هذه الشركات، لتحديد أفضل الأدوات لتمويل هذه الاحتياجات. إضافة إلى أن السوق المالية توفر تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية، وبذلك فهي توفر للمستثمر فرصة الاختيار المناسب من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة. كما يمكن حماية المستثمر من خلال قدرة السوق المالية على المحافظة على الأسعار العادلة للأصول المتداولة، مما يساهم في عدالة توزيع الموارد وذلك عن طريق عملية الموازنة أو المراجعة، التي يقصد بها استغلال المستثمر لفارق السعر لورقة مالية معينة مقيدة في سوقين، فيشتري بالسعر المنخفض ويبيع بالسعر المرتفع، ويعاد التوازن في السعر بين السوقين نتيجة زيادة العرض في السوق المالية ذو السعر المرتفع فتتخفف الأسعار، وزيادة الطلب في السوق المالية ذو السعر المنخفض مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وبذلك يتحقق التوازن، إلا أن هذه العملية سرعان ما تنتهي لاكتشاف باقي المستثمرين هذا الفرق وفقا للمبدأ السلوكي وهو مبدأ من مبادئ النظرية المالية.

2-3 تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد:

تقوم السوق المالية بدور هام في تجميع المدخرات الوطنية وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية. فهي حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تقوم بتجميع الادخار من وحدات الفائض المتمثلة في العائلات أو الأفراد وبعض المؤسسات المكلفة بوظيفة الادخار كالبنوك وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد وغيرها، عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق المالية، ثم تحويل الادخار إلى وحدات العجز في الموارد المالية والتي عادة ما تتكون من المؤسسات وأصحاب المشاريع الذين يبحثون عن موارد مالية لتمويل مشاريعهم، عن طريق التخلي عن جزء من الملكية بإصدار أسهم، أو التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل بإصدار سندات. وكذلك الدولة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لتمويل العجز في الميزانية وذلك بإصدار سندات في السوق المالية.

وكما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتشريعية المحيطة بالأسواق المالية ملائمة، كلما كان تحفيز المدخرين على الادخار عن طريق السوق المالية أكبر. ولعل أهم ما يعزز ثقة المدخرين في هذه السوق هي المعلومات التي توفرها، سواء تلك المتعلقة بالشركات المصدرة للأوراق المالية محل التداول، أو تلك المتعلقة بوضعية السوق المالية والتي تقوم هذه الأخيرة بنشرها.

2-4 -تطوير التجمعات الصناعية:

إن ما يميز الشركات في الوقت الراهن، قيامها بعمليات وصفقات كبرى تؤدي إلى تكوين تجمعات صناعية ضخمة كانتقال الشركة بأكملها من مالك للمالك آخر، وذويان شركات في شركات أخرى، وظهور شركات ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة، وانتقال الشركات من بلد لبلد آخر، ومن مالك أجنبي إلى مالك أجنبي آخر. هذه الحركية المستمرة جعلت إمكانية تمويلها تتجاوز قدرات الفرد الواحد أو العائلة

الواحدة. وهنا تظهر أهمية السوق المالية في توفير الحجم الهائل من رأس المال للنهوض بتلك الاستثمارات عن طريق تبادل الأوراق المالية لتلك الشركات.

2-5- السوق مؤشر لتحديد الأسعار وقياس الاقتصاد:

تعتبر السوق المالية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، الشيء الذي يجعل أسعار الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها. حيث يلعب التقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول دورا هاما في تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق المالية، التي تعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة، المرد ودية وكذا ثقة المستثمرين والمختصين وقدرة الإدارة على التسيير.

تؤثر التغيرات الحاصلة في السوق المالية على الاقتصاد الوطني، وبالمثل فالتغيرات التي تسجل في الاقتصاد تؤثر عليها، أي أن هناك تأثيرا متبادلا بين السوق المالية والاقتصاد. ومن الأسباب التي تحدث تغيرات في السوق المالية: الأحداث السياسية كالانتخابات، الاكتشافات للثروات الطبيعية كالبتترول والذهب، الاختراعات في حقل الصناعة... وقد أثبتت العديد من الدراسات مدى الارتباط بين الحالة الاقتصادية للبلد وأداء السوق المالية به.

وبذلك تعتبر السوق المالية المرآة التي تعكس الحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، مما يمكن القائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة اتخاذ الإجراءات المناسبة لمعالجة أي خلل.

المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية

هناك عدة تصنيفات للسوق المالية تقوم على أسس ومعايير مختلفة، ولكن رغم هذه التصنيفات فإن الأسواق المالية تبقى متداخلة فيما بينها ويصعب إيجاد فاصل بينها، ومما زاد على ذلك هو توسع النشاط الاقتصادي الذي أدى إلى صعوبة فصل كل نوع عن الآخر.

1-التقسيم حسب توقيت الإصدار:

يوجد حسب هذا المعيار أسواق مالية أولية وأسواق مالية ثانوية.

1-1-السوق الأولية:

تختلف السوق الأولية عن السوق الثانوية، فالسوق الأولية هي سوق الإصدارات الجديدة حيث يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول، ويتم تصريف الأوراق المالية في هذه الأسواق بأسلوبين مختلفين: الأسلوب المباشر والأسلوب الغير مباشر. فالأسلوب المباشر يتم عن طريق الاكتتاب العام الذي يقوم خلاله المستثمرون بشراء الأدوات المالية المصدرة مباشرة، بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يتم التعامل بالمزاد الذي

يتمثل في دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم سواء من ناحية السعر أو الكمية، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدارات.¹

أما فِيم يخص الأسلوب الغير مباشر فانه يتم عن طريق بيع الأوراق المالية إلى وسيط معين وعادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة يطلق عليها اسم بنك الاستثمار، ويقوم ذلك الوسيط ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق، مع تحقيق عائد يمثل الفرق بين السعرين مقابل الخدمة التي يقوم بها، وما يلاحظ على هذا الأسلوب انه أقل تكلفة من أسلوب الاكتتاب العام والمزاد.²

1-2- السوق الثانوية:

هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية حيث يلتقي البائعون والمشترون من اجل التعامل في تلك الأوراق. إن السوق الثانوي يضمن توفر السيولة للقيم المنقولة، كما يعطي تقييما حقيقيا للأصول المالية التي يعتمد عليها كمرجع لإصدار الأوراق المالية جديدة في السوق الأولية وبالتالي هناك ارتباط وثيق بينهما، حيث إذا كانت السوق الأولية غير فعالة فان المستثمرين يجدون صعوبة في تحويل أوراقهم المالية إلى سيولة وهذا ما يؤثر على نشاط البورصة بصفة خاصة والسوق المالي بصفة عامة.³

2-التقسيم حسب آجال العمليات:

هذا التقسيم يبرز لنا سوقين أساسيين هما: السوق النقدية وسوق رأس المال.

2-1- السوق النقدية:

هي سوق تتعامل بالأدوات المالية القصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها عادة السنة الواحدة، كما أن هذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لعقد الصفقات.⁴ تقوم السوق النقدية بالربط والجمع بين أصحاب الفوائض السائلة المتوفرة لفترة قصيرة نسبيا من جهة، ومن جهة أخرى الأفراد والمؤسسات والحكومات التي تعاني من عجز وبحاجة لتسديد مستحقاتها الآنية دون اللجوء إلى الديون المتوسطة والطويلة الأجل.

إن من أهم المؤسسات التي تتوسط في الأسواق النقدية هي البنوك التجارية كما نجد المتاجرين (dealers) وتعد الأسواق النقدية أسواق عميقة وسائلة نظرا لوجود عدد هائل من المستثمرين وسهولة تحول أدواتها المالية إلى

¹- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003، ص60-61.

²- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، دار هومة، ط1، 2002، ص56-57.

³ - Michel Fleuriet, Yves Simon, Michel Fleuriet, yvessimon, Bourse et Marchés financiers, economica, 2édition 2003, P52.

⁴- هوشيار معروف كاكامولا، نفس المرجع، ص69.

سيولة، كما توفر هذه السوق درجة أعلى من الأمان للمستثمرين في أصول مالية قصيرة الأجل من تلك الأدوات المالية التي تستثمر في سوق راس المال.¹

2-2- سوق رأس المال:

هي أسواق تداول الأوراق المالية الطويلة الأجل، حيث تنتقل الأموال من المدخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو حكومات إلى الهيئات والمنشأة المستثمرة سواء في صورة دين وذلك بطرح سندات، أو مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح أسهمها للاكتتاب. وتظهر أهمية أسواق راس المال في تمويل الشركات خاصة الإنتاجية التي تعتمد استثماراتها على التمويل الطويل الأجل نظرا لامتلاكها معدات وتجهيزات تكون فترات عمرها الإنتاجي طويلة والتي يجب تمويلها بواسطة أموال دائمة.²

3-التقسيم حسب صيغة تنظيمها:

تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى نوعين أساسيين: أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

3-1-أسواق منظمة (Marché réglementé):

وهي البورصات التي يتداول فيها الأوراق المالية المدرجة أي التي تم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يتعامل بأوراقها المالية في قاعة خاصة تسمى قاعة التداول، حيث لا بد على المؤسسة المدرجة أن تتوفر على شروط تضعها إدارة البورصة لكي يتم إدراج أسهمها أو سنداتهما، إذن تخضع هذه الشركات المسجلة لقوانين وقواعد وإجراءات تصنعها الجهات الرقابية التي تقوم بتسهيل سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية المسجلة من خلال تحقيق شروط السير الحسن للسوق بصفة عامة بضمان الشفافية، السيولة، وحركية الادخارات المستثمرة في شكل أسهم وسندات. وتتحدد أسعار الأدوات المالية المتداولة من خلال المزاد أي بقوى العرض والطلب والتي تجري بشكل ألي من خلال اتصالات مكثفة ويتم التعامل في مكان مادي محدد. ومن أمثلة هذا السوق نجد: سوق نيويورك (NYSE)، بورصة لندن (LIFFE)، بورصة طوكيو، بورصة باريس.³

¹ - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 64-71.

² - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، ط1، 2000، ص 21.

³ - نفس المرجع، ص 23.

3-2- أسواق غير منظمة (otc):

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية الغير مسجلة في البورصة التي تجري معاملاتها خارج نطاق البورصة، فهي لا تخضع لقواعد وتنظيمات ومحددات كالتجاري في الأسواق المنظمة، غير أنها لا تعد أسواق غير مشروعة فهي تتقيد بإطار محدد من العمليات وتلتزم بالتشريعات السائدة في الدولة.¹ إن الأسواق الغير منظمة ليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية (الهاتف الحاسوب، الفاكس.....) تربط بين السماسرة والمتاجرين والمستثمرين، ويتحدد السعر في هذا السوق على أساس التفاوض في ظل نظام تنافسي واضح وعليه تسمى هذه الأسواق التفاوضية (Negotiated Market). وتتميز الأسواق الغير منظمة بمرونة عالية في التداولات فهي تعمل على مدار اليوم، زيادة على التسهيلات المقدمة والتكاليف المنخفضة مقارنة بالأسواق المنظمة. وتعتبر السندات المنتوج المالي الأكثر تداولاً في هذه السوق مقارنة بالأسهم.²

4- التقسيم حسب المنتوجات المتداولة:

حسب هذا المعيار تقسيم السوق المالية إلى ثلاث أنواع أساسية وهي كالتالي:

4-1 بورصة السلع أو البضائع:

هي البورصات التي تتعامل في سلعة معينة ذات طبيعة خاصة حيث يتم فيها البيع والشراء بصفة تنافسية ودائمة، ونذكر من هذه السلع (القمح، الذهب، الفضة، القطن، السكر، القهوة، العقارات، الخ). ويرجع تاريخ هذه السواق إلى العصور القديمة، ومع مر الزمن شهدت تطورا وانتشارا كبيرا خاصة في أوروبا ومن أهم هذه البورصات: بورصة شيكاغو التي أنشأت سنة 1848، بورصة القطن بليفربول الإنجليزية، سوق القهوة والسكر بنيويورك.... الخ. إن بورصات البضائع تنقسم إلى قسمين:

4-1-1- بورصة البضائع الحاضرة: وهي البورصات التي تتعامل في البضائع الموجودة وقت التعاقد، حيث يتم عقد صفقات البيع أو الشراء، والتسليم والاستلام، ويقبض الثمن فور إتمام العملية.

4-1-2- بورصة البضائع الآجلة: وهي البورصات التي يجري التعامل فيها على سلع غير موجودة وقت التعاقد، حيث يتم إبرام صفقات البيع والشراء في الوقت الحاضر، بينما الاستلام يكون في وقت لاحق.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، ط1، 2004، ص124-125.

² - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص58-59.

4-2- أسواق الأوراق المالية:

وهي البورصات التي تتداول فيها الأوراق المالية سواء كانت مستند ملكية أو مستند مديونية أو غيرهما. تعرف هذه الأسواق عدة متدخلين فيها سواء كانوا مستثمرين أو وسطاء أو حكومات... الخ، وكلهم يعملون على تحريك السوق. وتتميز أسواق الأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة المعاملات التي يمكن أن تجري، إذ هناك نوعين من العمليات: العمليات الفورية يتم فيها التعامل على أساس أن التسليم والدفع يكون في وقت واحد، أما العمليات الآجلة فالتسليم يأتي في وقت لاحق يتبع مرحلة الاتفاق حول الكمية والسعر أي أنهما لا يتزمان في نفس الوقت.

4-3- أسواق القروض:

تعتبر القروض حلقة من حلقات الربط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز في التمويل، فهناك من هم بحاجة إلى تمويل قصير الأجل وآخرون إلى تمويل متوسط أو طويل الأجل وذلك حسب طبيعة استثماراتهم وطبقا لذلك يمكن القول إن هناك نوعين من القروض: قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة أو طويلة الأجل. وعلى هذا الأساس يتم تقسيم أسواق القروض إلى قسمين:

- سوق القروض القصيرة الأجل المتمثلة في السوق النقدية؛
- سوق القروض المتوسطة أو الطويلة الأجل المتمثلة في سوق رأس المال.

5- التقسيم حسب المجال الجغرافي المغطى:

يمكن تقسيم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى أسواق محلية وأسواق دولية.

5-1- الأسواق المالية المحلية:

هي الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال والتي تعمل داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة ويتم التعامل فيها بأوراق مالية مختلفة سواء تعلق الأمر بأوراق مالية قصيرة الأجل أو أوراق مالية متوسطة أو طويلة الأجل. وعادة ما يتعلق تطور هذه الأسواق بالتطور السائد في الاقتصاد الوطني لذلك البلد.

5-2- الأسواق المالية الدولية:

يمكن تعريف هذه الأسواق بأنها أسواق الديون المقومة بالعملة المختلفة وأهمها الدولار، والتي تصدرها الحكومات والمؤسسات من مختلف الجنسيات والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول، ولها دور اقتصادي هام والمتمثل في تمويل العمليات الدولية كالصادرات والعمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية، إذ تقوم بوضع علاقة مباشرة أو غير مباشرة بين عارضي الأموال وطالبيها متخطية حدود الدولة الواحدة.

نفس الشيء لهذه الأسواق المالية الدولية، فهي تنقسم هي الأخرى إلى عدة أنواع وفروع أهمها:

5-2-1 سوق النقد الدولية:

يمكن تعريفها بأنها مجموعة الصفقات التجارية والمالية القصيرة الأجل التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدان إصدارها، وأحسن مثال على ذلك الدولارات الأوروبية الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

5-2-2 سوق رأس المال الدولية:

عرفت بأنها السوق التي يقوم فيها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليين، وتختلف هذه السوق الدولية عن سوق راس المال الوطنية في كون المتعاملين فيها هم بنوك ومؤسسات مالية دولية وشركات متعددة الجنسيات وغيرها من الشركات العالمية. وعليه يتمثل دور هذه الأسواق في تحقيق التوزيع الفعال لرؤوس الأموال بين الأطراف ذات الفوائض المالية والاحتاجة لهذه الفوائض على المستوى الدولي، وهي بدورها تنقسم إلى الفروع التالية:

5-2-2-1 سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية (Euro Credits): تعرف بأنها تلك السوق التي تمنح القروض المتوسطة والطويلة الأجل باستعمال عملة أجنبية أي خارج نطاق الدولة المصدرة، ويتم التعامل فيها بمبالغ ضخمة.

5-2-2-2 سوق السندات الدولية: هي السوق التي تقوم بتعبئة الفوائض المالية المتوفرة لدى الأفراد والمؤسسات المالية على المستوى العالمي وإعادة توزيعها على المحتاجين لمصادر التمويل من دول ومؤسسات دولية أخرى، في شكل ديون وبعملات أجنبية عادة ما تكون الدولار أو اليورو. ومن خصائص هذه السندات الدولية أن الفوائد عليها ثابتة وهذا ما يمكن المقترضين من تحديد سياستهم الاستثمارية على هذا الأساس، كما يؤدي هذا أيضا لزيادة الطلب عليها.

5-2-2-3 سوق الأسهم الدولية: وهي سوق تداول أوراق حقوق الملكية المصدرة من طرف شركات أجنبية ويتم توزيعها بواسطة هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة، فهي تفتح المجال أمام المستثمرين للتملك في رأس مال الشركة المصدرة من جهة، ومن جهة أخرى إلى تدعيم عنصر الأموال الخاصة في الهيكل المالي للشركة المصدرة.

6-التقسيم حسب آجال تنفيذ العمليات:

وفقا لهذا المعيار هناك أسواق حاضرة وأسواق آجلة.

6-1-الأسواق الحاضرة:

هي الأسواق التي تتم فيها العمليات والتداولات للأدوات المالية المختلفة بصفة فورية، وبالتالي فهي تتسم بنوع من التأكد اليومي لظروف الأسواق المعنية وذلك بغض النظر عن التقلبات التي تشهدها هذه الأسواق والتي تعكس دائما الظروف الحالية أو الظروف الممتدة لحالات سابقة أو أيضا إلى توقعات مستقبلية أو لاحقة. وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى أسواق خاصة بالأصول الرأسمالية مثل السندات والأسهم، وهي أسواق طويلة الأجل، وإلى أسواق خاصة بالأدوات المالية القصيرة الأجل وهي المعروفة بالأسواق النقدية.¹

إن العمليات التي تقام في الأسواق الحاضرة يتم فيها التسليم بعد فترة قصيرة من عقد العملية، وليس شرطا أن يكون التسليم في الحال، حيث يلتزم البائع بتسليم الأوراق المالية، مقابل ذلك يلتزم المشتري بدفع الثمن ويتم كل ذلك بواسطة شركة البورصة، وتعتبر هذه العمليات غير قابلة بتاتا للرجوع فيها.²

6-2-الأسواق الآجلة:

هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية والأصول المالية الأخرى من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في وقت لاحق لتاريخ إبرام العقد، ويحدد سعرها وقت إعداد العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية وتتم العمليات في الغالب على المكشوف بمعنى انه في وقت عقد العملية لا يملك البائع الأوراق المالية. كما تعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية (Marchés Dérivés) وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المالية الأساسية (الأسهم، السندات، العملات،)، ومن أهم أسواق المشتقات المالية في العالم نجد: سوق الخيارات المتداولة لباريس (MONEP) والذي هو موضوع دراستنا في الفصل التطبيقي، السوق الآجل لفرنسا (Matif) وسوق شيكاغو الأمريكي للخيارات (CBOE).³

إن ما يمكن قوله في الأخير أن هذه العقود الآجلة تتضمن مخاطر كبيرة، لذا تلجأ السلطات العامة في معظم الدول وخاصة البلدان المتقدمة إلى تنظيم العمليات الآجلة وتوفير الشفافية للمستثمرين بهدف حماية مصلحة المتعاقدين وذلك عن طريق تحديد مقدار ونوع الأوراق المباعة ووقت التسليم.⁴

1- هوشار كاكامولا، مرجع سابق، ص 64-65.

2- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 436.

3- حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، ط1، 2002، ص 18.

4- سيد طه بدوي محمد، نفس المرجع، ص 439-440.

المطلب الثالث: الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية

تتمثل الأقطاب الرئيسية التي تحرك السوق المالي وتنشطه والتي تعمل على تطويره في: المصدرين، الوسطاء، المستثمرين.

1-المصدرون:

وينقسمون بدورهم إلى:

1-1-المؤسسات الصناعية والتجارية:

تلجأ المؤسسات الصناعية والتجارية للأسواق المالية لتلبية احتياجاتها من رؤوس الأموال سواء لتغطية العجز في التمويل أو للقيام باستثمارات توسعية أو جديدة، وذلك عن طريق إصدار الأسهم والسندات.¹ ولكي تتمكن هذه المؤسسات من الحصول على التمويل اللازم من السوق المالي لا بد أن تكون مدرجة فيه وإذا لم تكن كذلك فيجب أن تدخل في البورصة (Introduction en Bourse)، لكن هناك شروط قانونية لا بد أن تحققها الشركات للتسجيل في البورصة، ففي فرنسا مثلاً يتعين على الشركة الراغبة في التسجيل في قائمة البورصة أن تضع 25 بالمئة من أسهمها على الأقل تحت تصرف السوق، وهذه الشروط تختلف من بلد إلى آخر. إن المؤسسات الصناعية والتجارية لم تكتف بإصدارها لأوراق مالية من أجل الحصول على التمويل بل تعدت نشاطاتها لتشمل توظيف إمكانياتها المالية في الاستثمار في الأسواق المالية التي يمكن أن تجلب لها عوائد معتبرة، وأحسن مثال على ذلك الشركات اليابانية حيث نجد في بعض هذه الشركات أن هذه العمليات التي تقوم بها طغت بشكل واضح على نشاطها العادي.²

1-2-الدولة:

تتدخل الدولة أيضاً في الأسواق المالية باعتبارها طرفاً مصدراً خاصة في أسواق السندات، حيث تعتبر السندات الحكومية أفضل الإصدارات من حيث قلة المخاطر الناجمة عن الاستثمار فيها، نتيجة تضائل مخاطر عدم السداد، وتلجأ الحكومة إليها بغرض تغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية كمشاريع السدود والمطارات والطرق السريعة... إلخ. وما يمكن الإشارة إليه هو أن لا بد على الحكومات أن تلعب دور فعال في تنشيط الأسواق المالية مستعملة في ذلك كل أساليب الشفافية وال نزاهة، مبتعدة عن الممارسات الأخلاقية وتسريب المعلومات إلى متعاملين دون غيرهم الشيء الذي يؤثر على توازن السوق وكفاءتها، خاصة فيما يتعلق

¹ - جمال جو يدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2002، ص24-26.

² - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، دار هومة، ط1، 2002، ص24-28.

بتوفير المعلومات لكل المتدخلين في السوق حول الحالة الاقتصادية للبلد أو غيرها من المعلومات التي تؤثر على حركة أسواق الأوراق المالية.¹

2-الوسطاء:

يعتبر الوسطاء من أهم الأطراف المتدخلة في السوق المالي حيث يقومون بتسهيل انتقال الأموال من المقرضين إلى المقترضين، وتنشيط السوق المالية بملاقاة البائعين بالمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم. وينقسم الوسطاء حسب المهام التي يقومون بها إلى نوعين، فنجد من يعمل لحسابه الخاص وهو ما يعرف بالمتاجر (Dealer) والنوع الثاني يتكون من الوسطاء الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها لصالح هؤلاء، ويتقاضون مقابل أتعابهم عمولة تحدد على شكل نسبة مئوية من قيمة الصفقة، ويعرف هذا النوع بالسماصرة (Brokers).² ويمكن حصر دور الوسطاء في الاستثمار في الأوراق المالية في النقاط التالية:³

- يقوم الوسيط بتقديم خدمات تتعلق بالجمع بين البائع والمشتري للأوراق المالية والسهر على إتمام العملية حتى نهايتها؛
- شراء الأوراق المالية مباشرة من مصدرها وإعادة بيعها في الأسواق المالية مع الحصول على عائد يمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء؛
- يمكن للوسيط أن يقوم بدور مستشار مالي للاستثمار في الأوراق المالية وتقديم النصائح والإرشادات للمستثمرين وكذا انتقاء المحفظة المالية المثلى وتسييرها للمستثمرين الراغبين في ذلك؛
- قد يقوم الوسيط بعملية تغطية الإصدارات المالية الجديدة فيأخذ على عاتقه مهمة تسوية تلك الإصدارات مقابل عمولة يتحصل عليها.
- يمكن الإشارة إلى انه ينطوي تحت اسم الوسطاء الماليين معظم المؤسسات المالية: البنوك التجارية والمتخصصة، شركات التأمين، صناديق الاستثمار.....الخ.

3-المستثمرون:

يتمثل المستثمرون في أشخاص طبيعيين أو معنويين أي سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات، وعلى هذا الأساس يمكن تقسيمهم إلى:

¹- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص29-32.
²- نفس المرجع، ص5-9.
³- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 1997، ص45-46.

3-1-الجمهور:

يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يقومون باستثمار مدخراتهم في سوق الأوراق المالية سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، بهدف الحصول على عوائد إما من وراء حيازة حقوق ملكية في الشركة المصدرة أو في شكل ديون على الشركة. لقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة زيادة ملحوظة في العالم خاصة في الثمانينات، حيث شهدت فرنسا في منتصف الثمانينات استحواذ الجمهور على أكبر قدر من القيمة السوقية للمستثمرات في البورصة و وصل عدد المدخرين من القطاع العائلي في تلك الفترة إلى 9.5 مليون مساهم، ويعود هذا الارتفاع إلى موجة الخوصصة التي عرفتها أوروبا وخاصة فرنسا خلال الثمانينات، وكذا الإعفاءات الضريبية التي أدت إلى زيادة قيمة مدخرات الأفراد و بالتالي القدرة على الاستثمار وضح تلك الأموال في الأسواق المالية، بالإضافة إلى إجراءات أخرى متخذة لزيادة الادخار و تحفيز الأفراد على الاستثمار في السوق المالي كالتشريع الخاص بحساب الادخار في الأسهم (CEA)، و كذا خطة امتلاك العمال لأسهم الشركات التي يعملون فيها، إذ يصبحون مساهمين فيها، الشيء الذي يشجع العمال على العمل بأكثر جدية زيادة على استثمار مدخراتهم في تلك الشركة.¹

3-2-المستثمرون والتأسيسيون (Les Investisseurs Institutionnels):

للمستثمرين التأسيسيين دور فعال وهام في البورصة، إذ يقومون بجمع الأموال من المدخرين وتزويد البورصة برؤوس الأموال من خلال توظيفها على شكل أدوات مالية وبالتالي فهم يساهمون في تنشيط السوق الثانوي وفي تمويل الاقتصاد، كما يقدمون أيضا أرباح معتبرة للمدخرين، مما يجعلهم يستقطنون مدخرات ضخمة يقومون بضخها مرة أخرى في الأسواق المالية. ويتمثل المستثمرون التأسيسيون أساسا في: البنوك وفروعها شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع، صناديق الاستثمار.²

ومن أمثلة المؤسسات الاستثمارية الأكثر شعبية في فرنسا نجد:³ الشركات الاستثمارية ذات رأس مال متغير (SICAV)*، والصناديق الجماعية للتوظيف (FCP)**، فهي تعتبر مؤسسات متطورة ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد الفرنسي، ومما زاد في تطورها هو إنشاء السوق الآجل لفرنسا (Matif)، التي قللت من مخاطر تقلب أسعار الأدوات المالية، بالإضافة إلى التسهيلات التي استفادت منها هذه المؤسسات مما أدى إلى زيادة عددها.

¹ - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص 13-18.

² - نفس المرجع، ص 19-23.

³ - Olivier Picon, la bourse, ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements, encyclopédie Delmas, Paris, quatorzième édition, 2000, P18.

*SICAV : Société d'investissement à capital variable.

** FCP : les Fonds Communs de Placement.

المطلب الرابع: وظائف السوق المالي ومقومات إنشائه

يقوم السوق المالي بعدة وظائف مهمة وأساسية تجعله يتميز بأهمية بالغة، خاصة في الوقت التي تتجه فيه الاقتصاديات الحديثة من وضعية اقتصاد السوق إلى وضعية اقتصاد السوق المالية، ولكن حتى تقوم الأسواق المالية بمهامها لابد لها أن تتوفر على مقومات، وهذا ما سنتطرق إليه خلال هذا المطلب.

1-وظائف السوق المالي

أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي ودعامة قوية من دعائمه فلا يمكن تصور اقتصاد حالي متطور بدون وجود أسواق مالية التي من خلالها يتم تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى المسار الصحيح، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة لتوظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا، والقطاعات المنتجة بحاجة دائما إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، إذن تقوم الأسواق المالية في تأدية وظيفتها الاقتصادية بنقل الأموال الفائضة من القطاعات التي تملكها (المدخرين) إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال (المستثمرين).

فالسوق المالي يشجع على الادخار من جهة، ومن جهة ثانية يساهم في تمويل الاستثمار عن طريق توجيه تلك المدخرات إلى المجالات الاستثمارية التي تسمح بالنمو الاقتصادي، الأمر الذي ينعكس إيجابا على الاقتصاد الوطني وبالتالي على مستوى معيشة الفرد، ولهذا تعتبر الأسواق المالية ركنا أساسيا وهاما من أركان البنية المالية والاقتصادية لأية دولة. إن دور الأسواق المالية يزداد يوم بعد يوم، ومما ساعد على رقيها التطورات التي عرفتها الساحة الاقتصادية والسياسية الدولية وما صاحبها من تطورات على المستوى التكنولوجي، وخاصة فيما يتعلق بمجال الاتصال والمعلوماتية التي جعلت من العالم قرية واحدة، تحكمها مبادئ اقتصاد السوق المالية.

وعلى العموم يمكن تلخيص معنى كل ما سبق ذكره في النقاط التالية التي تبين الوظائف الأساسية التي تقوم بها السوق المالية:

- أ- نشر السلوك الاستثماري لدى الأشخاص من خلال التعاملات التي تجري في الأسواق المالية ومشاهدتهم لها هذه العملية تدفع المكتثرين إلى تحويل مكتثرتهم إلى مدخرات وتوظيفها في استثمارات تعود عليهم بعوائد فتتحول أموالهم من مال عاطل مكتثر إلى رأس مال موظف له الأثر الإيجابي على الاقتصاد الوطني.¹
- ب- تحفيز المدخرين على توجيه مدخراتهم إلى قنوات الاستثمار المناسبة، وبعبارة أخرى تشجيع تجميع المدخرات الوطنية ذات الفائض النقدي وتحويلها إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية، وحتى إلى جذب رؤوس

¹ - صلاح السيد جوده، مرجع سابق، ص15.

الأموال الأجنبية، ولا يكون هذا التحفيز الذي ذكرناه إلا إذا حققت هذه الأسواق المالية عوائد تكون أكبر من العوائد التي يمكن أن يتحصل عليها المدخرون في الاستثمارات الموظفة في الأجهزة المصرفية.¹

ت- توفر الأسواق المالية للمستثمرين إمكانية تحويل أوراقهم المالية إلى سيولة في أي وقت يرغبون فيه بذلك، عن طريق عرض أوراقهم المالية للبيع، فهي بذلك تشجع المدخرين على الاستثمار لثقتهم في إمكانية استرجاع أموالهم وبالتالي فهي تعزز تبادل الأصول الاستثمارية بين الأطراف الاقتصادية الأساسية إذ تربط الأطراف الدائنة ذات الفوائد بالأطراف المدينة ذات العجز.

ث- توفر سوق المال للأطراف المتدخلة فيها كل البيانات والمعلومات الخاصة بالمنشأة المسجلة بها، والتي تتعلق بموقعها، حجمها، مركزها المالي، حجم التعامل على أوراقها المالية، تطور أسعار أوراقها المالية، وغيرها من المعلومات، كما تقوم أيضا إدارة البورصة بتتبع عمليات التداول والتبادل في السوق و ذلك بضمان مناخ يتسم بالشفافية و المصداقية، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون.²

ج- تمكن السوق المالية المتعاملين فيها من الوقاية من مخاطر تقلبات الأسعار عن طريق عملية التغطية (Hedging)، كما أن عمل البورصة على تحقيق أسعار عادلة من خلال قانون العرض والطلب، الذي يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن، يساهم في الحفاظ على استمرار الآلية النظامية للسوق اتجاه حركات الأسعار.

ح- إن إدارة الأسواق المالية ومكاتبها المتخصصة ذات الخبرة يمكن أن تقدم النصائح والإرشادات للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات، وكذا عن طريق توضيح احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل وانسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.³

خ- إن إدارة الأسواق المالية ومكاتبها المتخصصة ذات الخبرة يمكن أن تقدم النصائح والإرشادات للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات، وكذا عن طريق توضيح احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.⁴

د- تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم في الاستثمار في الأوراق المالية من خلال العمليات الدعائية والإعلانية، الشيء الذي لا يمكن أن تمنحه البنوك التجارية.

1- حسين بن هاني، مرجع سابق، ص11-12.

2- عبد النافع الزري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2001، ص 22-23.

3- هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص84-86.

4- نفس المرجع، ص86.

ذ- تعمل إدارة البورصة على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية بالشكل الذي يضمن سلامة التعامل وسهولته وسرعته، كما تقوم أيضا بوضع التشريعات التي تحمي المتعاملين وخاصة صغار المستثمرين من عمليات النصب والاحتيال.¹

ر- تقدم أسواق المال للمقترضين قروض بشروط ملائمة وبتكاليف منخفضة مقارنة بالقروض التي تمنحها البنوك الدولية أو تلك المتعلقة بالقروض الخارجية، خاصة إذا علمنا أن البنوك التجارية في بعض الأحيان تكون عاجزة عن القيام بالتمويل المتوسط والطويل الأجل، وذلك يعود لعدة أسباب على رأسها مشكل التضخم ومخاطره، فغالبا تكون هذه القروض محدودة الكمية وذلك وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.²

ز- تقوم السوق المالية بتمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وتجنبنا للجوء لها للاقتراض الخارجي وما يترتب عليه من عواقب سلبية ووخيمة، تقوم الدولة بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية عن طريق طرح ديون للاكتتاب على شكل سندات، كما قد يتم ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في السوق المالي للاكتتاب العام.³

س- تعتبر الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد الوطني، فهي تمثل مؤشر للأحوال الاقتصادية في بلد ما حيث تسمح بالإنداز المبكر للازمات الاقتصادية التي يمكن أن يمر بها اقتصاد دولة ما وربما الاقتصاد العالمي ككل (أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997).⁴

2- مقومات إنشاء السوق المالي:

بالرجوع إلى ما تم التكلم عنه فيما يخص مفهوم سوق المال ودورها الاقتصادي وتاريخ الأسواق المالية الذي يعود إلى زمن بعيد، فانه يستدعي أيضا وجود مقومات لهذا السوق وكذا أركان أساسية يجب أن يتطلبها إنشاء السوق المالي ليكون قويا ونظاميا ولكي يبقى قائما في حدود الوظائف التي يجب أن يقوم بها، ويمكن تلخيص مقومات السوق المالي في النقاط التالية:

أ- توفير مناخ ملائم للاستثمار في الأسواق المالية الذي يركز على الثقة والتنظيم، فالثقة تنعكس من خلال واقع الاقتصاديات التي تضمها فإذا كانت الدول تتسم بنوع من الاستقرار السياسي والاقتصادي فهذا يعود بالشكل الايجابي على الأسواق المالية لهذه الدول فالسوق المالية هي المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد الوطني، أما التنظيم

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 11-12.

² - جمال جو يدان الجمل، مرجع سابق، ص 19-20.

³ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التامين شركات الاستثمار، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2000، ص 269-273.

⁴ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية أسواق راس المال البورصات البنوك شركات التامين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 56-57.

فينعكس بكفاءة وفعالية السياسات المالية والنقدية وما يتبعها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار والتحويل الخارجي وقانون الشركات.

ب-التوسيع من نطاق الوعي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية من خلال قنوات المعلومات المختلفة وخاصة أجهزة الإعلام وشبكات الاتصال والمناهج الدراسية والبحوث العلمية.

ج-تطوير إدارات الأسواق المالية بوضع جهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة، ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال، فالإدارة المتطورة هي التي تهتم بوضع الخطط الخاصة بتعبئة الاستثمارات وإبعادها عن المخاطر المختلفة، وتعمل على تقليل من حركة المضاربة لصالح النشاطات الاستثمارية الاعتيادية وتجنب الكفاءات المتخصصة وترسخ القواعد العلمية وتتبنى الإجراءات السهلة والكفيلة بتدني تكاليف العمليات الجارية.¹

د-توفير المنافسة الكاملة والعادلة من خلال معرفة كل المستثمرين في جميع الأوقات لأفضل الأسعار التي يستطيعون أن ينجزوا بها عمليات البيع والشراء، وعدم تفضيل متعامل على الآخر فيما يخص المعلومات، فكل المتعاملين لهم الحق في الحصول على نفس المعلومات من إدارة البورصة وفي نفس الوقت، حتى لا يستفيد متعامل في السوق المالي بعوائد كبيرة نسبياً على حساب الآخرين.²

هـ-وضع تشريعات وإجراءات صارمة تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتضمن صفة المنافسة الكاملة للسوق، بشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته، ويعود بالشكل الإيجابي على الادخار المالي الوطني ويجنب الوقوع في الفضائح المالية كالفضيحة التي جرت في اليابان وأتت على الوزير الأول.

و-إعطاء دور قيادي للقطاع الخاص من خلال سياسة اقتصادية ومالية واضحة، حيث نجد في البلدان المتقدمة أن الأسواق المالية تمنح الرأس المال الخاص الحرية بتكوين الشركات المساهمة الخاصة والمختلطة وتدفعها إلى تسيير نشاط السوق المالي والمواصلة في تطويره نحو الإيجاب.

ز-العمل على التنوع من الأدوات الاستثمارية والمنتجات المالية في الأسواق المالية الفورية أو الآجلة فالتنوع يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين سواء من حيث التكلفة أو العائد أو المخاطرة، فكثرة الفرص الاستثمارية تؤدي إلى زيادة المدخرات.³

ح-تطوير تكنولوجيا المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية من اجل توفير وتسهيل نشر المعلومات بسرعة وبدقة حول أسعار الأدوات المالية المتداولة في السوق وحجم التداولات التي تتم فيه، فعلى هذا الاساس تقييم الأدوات الاستثمارية المتداولة بشكل ملائم في أي وقت، إذ كلما تيسر نشر المعلومات سادت الشفافية في الأسواق المالية،

¹ - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 86-88.

² - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 27-28.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 112-113.

ولهذا كان لابد من وضع نظم اتصال فعالة ومتطورة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق فيها حول حركة الأسعار.¹

ط- تعميق وتوسيع علاقة إدارة السوق المالي في دولة ما مع الأجهزة والمراكز والشبكات المالية في العالم، أي تحقيق التكامل الأقليمي والدولي بين الأسواق المالية وذلك من خلال الإجراءات التالية:²

- توحيد معايير التداول في الأسواق العالمية؛
- توحيد قوانين الأسواق المالية والنظم المحاسبية، والمعدلات النمطية للبورصات؛
- تأسيس الإتحادات والجمعيات الإقليمية والدولية من اجل تطوير وتنظيم التداول في الأسواق المالية ونذكر أمثلة من ذلك: اتحاد البورصات الأوروبية (euronext)، اتحاد أسواق البورصات الدولية، الإتحاد الدولي لمديري الأوراق المالية، المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية؛
- التفعيل من استعمال الأجهزة الالكترونية المستحدثة لتسريع وتسهيل الاتصال بين الأسواق المالية الدولية.

¹- هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص87.

²- حسين بن هاني، مرجع سابق، ص29.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية.

تعتبر الأوراق المالية المنتوج الأهم المتداول في الأسواق المالية، فلا يمكن تصور بورصة بدون أوراق مالية فالورقة المالية في تعريف المختصين تعبر عن التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على عوائد متوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة مسبقا، ويمكن تصنيف الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تتداول في أسواق راس المال، والنوع الثاني من تلك الأوراق هي الأوراق المالية القصيرة الأجل المتعامل بها في الأسواق النقدية، حيث تعرف هذه الأخيرة على أنها السوق التي تتداول فيها الأدوات المالية التي لا يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة الواحدة على الأكثر، ويتم فيه التعامل من خلال المؤسسات المختصة من سماسرة و بنوك تجارية وغيرهما، فهي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض القصيرة الأجل، وهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات بل تتم المعاملات فيها عن طريق استخدام وسائل الاتصال الحديثة والمتمثلة أساسا في: الهاتف، الفاكس، التيلكس الانترنت، وكذا أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من أدوات الاتصال الأخرى.

تمثل الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية صكوك مديونية مدون عليها ما يؤكد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق وأن اقرضه لطرف آخر، وهذا وتتسم هذه الأوراق بسيولة عالية وسهولة تحويلها إلى نقود، وذلك نظرا لتدني مخاطر الائتمان وانخفاض درجة المخاطرة النقدية (Money Risk) وهذا ما يجعل معدل العائد عليها منخفض نسبيا، وهناك بعض من هذه الأوراق كأذونات الخزينة قد يحصل مشتريها على الفوائد مقدما، و ذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق، وبالطبع يمكن لحامل الورقة المالية التصرف فيها قبل موعد الاستحقاق من خلال بيعها في السوق النقدي ولكن بقيمة أقل من قيمتها عند الاستحقاق، كما يتوقع إذا احتفظ بها أن تزيد قيمتها السوقية كلما اقترب تاريخ استحقاقها، ومن أبرز أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي نجد:

المطلب الأول: شهادات الإيداع القابلة للتداول (Certificat de dépôt négociables)

يمكننا التعرف أكثر على هذه الشهادات من خلال التطرق إلى مفهومها ومميزاتها وأنواعها المختلفة.

1- مفهوم شهادات الإيداع القابلة للتداول:

ظهرت هذه الشهادات لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1961، ثم امتد التعامل بها إلى سوق الدولار الأوروبي الحر، حيث تم إصدار هذه الشهادات لأول مرة في لندن عام 1966، أما فيما يخص ماهية هذه الشهادات فهي عبارة عن وثائق تصدرها البنوك والمؤسسات المالية والتي يثبت فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ معين لديها لمدة محدودة لا تزيد عن السنة الواحدة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل هذه الأوراق سعر فائدة ثابت أو متغير و عادة ما يكون أعلى من أسعار الفائدة في السوق و على تلك المدفوعة في حسابات التوفير التقليدية.¹

تصدر شهادات الإيداع لصالح حاملها أو باسم مشتريها، و باعتبار أن هذه الأدوات المالية تعتبر بمثابة ودائع للأجل فانه لا يجوز استرداد قيمتها من البنك الذي أصدرها قبل تاريخ الاستحقاق المحدد، ولهذا يوفر السوق الثانوي إمكانية تداولها وتحويلها إلى سيولة من خلال طرحها للبيع بقيمتها الاسمية إضافة إلى الفائدة المحققة لغاية تاريخ بيعها، وعادة ينحصر تداول شهادات الإيداع فيما بين المستثمرين الكبار والذين يمتلكون إمكانيات مالية كبيرة وكافية لشراء تلك الشهادة، فهي غير متاحة لكافة المستثمرين ويعود سبب ذلك لضخامة قيم الأموال الموظفة في هذا الاستثمار خاصة في البلدان المتقدمة فمثلا يحدد القانون الأمريكي قيمة المبلغ النقدية المودعة ما بين 100 ألف دولار وأكثر من مليون دولار وهذا ما يجعل صغار المستثمرين عاجزين عن شراء شهادات الإيداع القابلة للتداول. إن ما يمكن قوله في الأخير أن هذه الأوراق المالية القصيرة الأجل أصبحت من المعاملات المصرفية الحديثة حيث طورت مفهوم الودیعة المصرفية و عادت مصدرا مهما من مصادر التمويل المتوسط و الطويل الأجل الذي يتيح قدرات إقتراضية ضخمة للبنوك التجارية.²

2- مميزات شهادات الإيداع القابلة للتداول:

تتميز شهادات الإيداع بعدة خصائص والتي يمكن ذكرها فيما يلي:

1-2- السيولة: توفر هذه الشهادات لحاملها فرصة الحصول على النقد قبل موعد الاستحقاق الودیعة، وذلك عن طريق بيعها في السوق الثانوي حسب سعر الفائدة السائد والذي تحدده أوضاع السوق النقدي، ويتحدد درجة سيولة هذه الشهادات على أساس مكانة البنك المصدر لها وبلده فالشهادات الصادرة عن البنوك الأمريكية هي

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص162.

² - عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص37-38.

أكثر نشاطا في الأسواق المالية من نظيراتها في بلدان أخرى، كما ترتبط درجة السيولة أيضا بمدة استحقاق الشهادة.¹

2-2- الضمان: تكون شهادات الإيداع عادة مضمونة من طرف البنك المركزي فهي تتمتع بدرجة عالية من الأمان خاصة تلك الشهادات المصدرة من طرف البنوك التي تتميز بسمعة جيدة، حيث تلتزم هذه البنوك التزاما كاملا بدفع القيمة الاسمية للشهادات وكذا الفوائد المستحقة.

2-3- المرونة: تعطي هذه الشهادة لحاملها مرونة عالية نسبيا في التصرف فيها، حيث يمكن له بيعها في البورصة قبل حلول موعد استحقاقها، كما يمكنه الاحتفاظ بها حتى ذلك الموعد وهذا حسب إرادته ورغبته في تعظيم أرباحه، كما يتيح هذه الشهادات للمستثمر فيها إمكانية تحديد موعد الاستحقاق المناسب له وذلك عند إصدار الشهادات.

2-4- الحفظ: عند شراء هذه الشهادات، يمكن لمشتريها الاحتفاظ بها عنده أو أن يتركها في حفظ البنك المصدر وذلك بدون دفع أية مصاريف وفي هذه الحالة يوفر البنك نوع من الأمان للمكتب خاصة فيما يتعلق بمخاطر احتمال تعرض الشهادات للسرقة أو الضياع.

2-5- التنوع: تصدر شهادات الإيداع بأنواع مختلفة مما يتيح للمستثمر تنويع الخيارات أمامه واختيار النوع الذي يناسبه.²

3- أنواع شهادات الإيداع:

يمكن تصنيف شهادات الإيداع المتعامل بها في الأسواق النقدية إلى ثلاث أصناف، والمتمثلة فيما يلي³:

3-1- نوع عام أو شهادات الإيداع ذات الشرائح (Tranche CD):

تطرح هذه الشهادات على الجمهور للاكتتاب، ويتم تسجيلها بأسماء مكنتيها ولكن تقوم الجهات المصدرة خلال عملية تداولها بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها وتوثق التغييرات اللاحقة للاكتتاب في سجلات الجهة المعنية، وقد صدر هذا النوع من الشهادات تنوعا لمصادر الأموال وتيسيرا للتداول، إذ يمكن تسويقها خارج نطاق المؤسسات المالية في الأسواق الثانوية عن طريق بيوت الخصم وتتراوح قيمتها بين 15 و 30 مليون دولار إلا أنه يمكن أن تصدر شهادات الإيداع التي تقابلها شرائح صغيرة قد تصل غلى 10 آلاف دولار.

¹ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 69.

² - طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص 142-143.

³ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 164-165.

3-2- نوع خاص (TAP CD):

يتم التعاقد في هذه الشهادات مع مستثمرين محددين بالذات، فهي تصدر بطلب من العميل ويتم التداول في الأسواق المالية في محيط المؤسسات المالية والاستثمارية، وهي تحمل مبالغ كبيرة إذ أن الحد الأدنى لمبلغ الشهادة يقدر بـ 25 ألف دولار أمريكي، ولأجل تتراوح ما بين شهر وخمس سنوات، وتكون أسعار الفائدة على هذه الشهادات متناسبة مع أسعار الفائدة في الأسواق النقدية الدولية.

3-3- شهادات الإيداع من نوع اجل الآجل (Forward of the forward):

ابتكر هذا النوع من الشهادات من طرف البنوك الراغبة في تمديد فترة استحقاق شهادات الإيداع وقد تصل هذه الفترة عادة إلى ثماني سنوات، حيث يكون تاريخ الاستحقاق في هذا النوع من شهادات الإيداع ابعده من تاريخ التعامل المرتقب، فإذا احتاج البنك مثلاً لأرصدة نقدية لمدة ثماني سنوات فيمكنه أن يلبي حاجاته عن طريق إصدار شهادات إيداع لمدة ثلاث سنوات، وفي نفس الوقت يصدر شهادات إيداع أخرى من نوع اجل الآجل لمدة خمس سنوات تبدأ بعد السنوات الثلاث الأولى وبنفس القيمة.

المطلب الثاني: القبولات المصرفية (Bankers Acceptances)

تعد القبولات المصرفية من أهم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق النقدية، وسوف نحاول من خلال هذا المطلب إظهار مفهوم هذه الوثائق بالإضافة إلى تبيين مميزات وأنواعها المختلفة.

1- مفهوم القبولات المصرفية وتاريخ نشأتها:

ظهرت القبولات المصرفية لأول مرة في أوروبا في القرن الثاني عشر، ولكنها لم تدخل أسواق الولايات المتحدة حتى سنة 1913، ولم تصبح من الأدوات الرئيسية في الأسواق النقدية إلا في الستينات من القرن الماضي وذلك نتيجة للتوسع الذي عرفته التجارة العالمية فأصبحت البنوك التجارية والمؤسسات المالية من أهم الأطراف الاستثمارية المهتمة بالقبولات المصرفية.¹

يمكن تعريف هذه الورقة المالية على أنها عبارة عن حوالة مصرفية مؤجلة الدفع تصدرها الشركات التجارية وتكون مضمونة الدفع من قبل البنك الذي تتعامل معه هذه الشركات أي بنوكها الخاصة، وتعتبر مقبولة من البنك في حالة توقيعه على وجهها عبارة "مقبول الدفع" أو كلمة "مقبول"، وقبول السحب من قبل البنك يعني تعهده الدفع في تاريخ الاستحقاق وعادة تتراوح هذه المدة ما بين 30 يوم إلى 270 يوم.²

¹ - هو شيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 137.

² - عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص 43.

وترتبط السحوبات في الوقت الحاضر بالعمليات التجارية، يكون الساحب (الدائن) هو مصدر السلع أو البضائع، والمسحوب عليه (المدين) هو مستورد السلع أو البضائع، فتكون هذه القبولات ضماناً على قيمة هذه السلع التي يقوم بتصديرها التجار الأجانب لحين تسليمها إلى المستوردين وأنداك تقوم البنوك التجارية في البلد المستورد بإرسال القبولات المذكورة إلى المصدرين وذلك وفقاً للشروط التي تم الاتفاق عليها بين المستورد والمصدر، بالرغم من هذا فالقبولات المصرفية تعد شكلاً قديماً من أشكال الاقتراض التجاري استعملت لتسهيل التبادل التجاري في القدم، إذ كان يتم ذلك بأن يضيف بنك ما اسمه وسمته إلى سحب المقترض، مما يجعله قابلاً للتسويق والتداول في السوق النقدي، فإذا كانت شركة ما بحاجة إلى نقد سائل لفترة قصيرة الأجل فتقوم بتحرير سحب على بنك ما طالبة منه دفع مبلغ ما لحامل السحب خلال فترة محددة، ثم يقوم البنك بختمه بعبارة "مقبول" وبذلك يضيف التزامه على دفع قيمته في تاريخ الاستحقاق، وفي حالة عدم قيام المقترض بدفع المبلغ يصبح هذا السحب قابلاً للتداول في السوق الثانوي إلا أن يستحق في موعد الاستحقاق.¹

لقد اتسمت القبولات المصرفية بزيادة الطلب عليها و الاهتمام بها في العشرين سنة الأخيرة من القرن الماضي، إذ ارتفعت القيمة الكلية للقبولات المصرفية من حوالي 7 مليار دولار سنة 1970 إلى ما يقارب 24 مليار دولار في بداية العام 1996، و يعود هذا ليس لكون هذه السحوبات أداة مالية قصيرة الأجل فحسب بل لأنها أصبحت مورداً مالياً هاماً للبنوك الكبيرة التي تمول التبادلات الدولية القصير الأجل، هذا بالإضافة إلى الامتيازات التي يتحصل عليها حملة هذه الأوراق إذ يعفى حامليها الأجانب من الضرائب في الولايات المتحدة الشيء الذي يؤدي إلى زيادة عوائدهم و إلى جلب مستثمرين جدد للاستثمار في هذه الأوراق.²

2- مميزات القبولات المصرفية:

تتميز القبولات المصرفية بمميزات وخصائص تجعلها تختلف نوعاً ما عن باقي الأوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق النقدي، وتتمثل هذه المميزات فيما يلي:

أ- تعد القبولات المصرفية قابلة للتداول في الأسواق المالية، ولتسهيل عملية تداولها وكذا لزيادة سيولتها تصدر هذه القبولات بفئات 1000 دولار ومضاعفاتها.

ب- القبولات المصرفية عادة تكون قصيرة الأجل تمتد مدتها إلى غاية تسعة أشهر، والاستثمار بها يعطي مردوداً يتناسب مع مدتها ودرجة مخاطرتها.

ج- يرتبط حجم القبولات المصرفية المتداولة في سوق النقد بمعدلات الفائدة على القروض البنكية فعندما تنخفض أسعار الفائدة هذه الأخيرة يقل الإقبال على السحوبات كما يقل حجم إصداراتها، حيث في هذه الحالة يكون من

¹ - طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص 149.

² - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 137-138.

الأنسب بالنسبة للمستوردين الحصول على قروض مصرفية مباشرة بدلا من اللجوء إلى القبولات، وعلى عكس ذلك إذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق فسيزيد حجم إصدار القبولات، وذلك لأنه وإن ارتفعت معدلات الفائدة على القبولات المصرفية، فإن ذلك يكون في حدود ضيقة من الزيادة في أسعار الفائدة على القروض المصرفية بسبب اجلها القصير، و على هذا الأساس تصبح القبولات المصرفية في هذه الحالة أنسب من القروض البنكية كمصدر من مصادر التمويل القصير الأجل.¹

د- تتميز السحوبات المصرفية بدرجة عالية من السيولة، فبالإضافة إلى إمكانية تداولها في السوق الثانوي فالسلطات النقدية تسمح بإعادة خصمها في المصارف التجارية وهي قابلة للخصم في البنك المركزي، زيادة على ذلك فإن القبول المصرفي يكون مضمونا بالبضاعة المستوردة مما يجعل درجة المخاطرة في هذه الوثائق أقل منها في شهادات الإيداع والأوراق التجارية وهذا ما يجعلها تتميز بميزة أخرى وهي ميزة الأمان.² ولهاتين الميزتين السابقتين الذكر (السيولة والأمان) دورا هاما في تعزيز التجارة الدولية من خلال تنشيط عمليات التصدير والاستيراد، بالإضافة إلى دورها في تشجيع المستثمرين على المساهمة في تداول هذه السحوبات.³

هـ- القبولات المصرفية تكون موثقة بين بنك المستورد وبنك المصدر بحيث يتضمن هذا التوثيق حدا أعلى من الوثائق التي تبين تفاصيل البضائع وشروط الدفع وغيرها من الأمور والمعلومات المتعلقة بتلك المعاملة التجارية، الأمر الذي سيزيد من درجة ضمان هذه السحوبات.

3- أنواع القبولات المصرفية:

تعتبر بريطانيا من أكثر البلدان استخداما للقبولات المصرفية، وتقسم السحوبات المتداولة في سوق لندن إلى نوعين: النوع الأول عبارة عن سحوبات مقبولة مؤهلة ومضمونة، والنوع الثاني يتمثل في القبولات المصرفية الغير مؤهلة.⁴

3-1- سحوبات مقبولة مؤهلة مضمونة:

تتميز هذه السحوبات بأنها تخضع بأفضل الأسعار بالإضافة إلى أنها تعتبر أكثر ضمانا من غيرها، ويمكن تبيين خصائص هذا النوع من القبولات المصرفية فيما يلي:

- تصدر هذه الوثائق بالعملة الوطنية المتمثلة في الجنيه الإسترليني؛
- تكون مقبولة من قبل بنك يتمتع بسمعة جيدة؛
- مدة استحقاقها لا تزيد عن 187 يوما؛

1- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 70-71.

2- طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص 150.

3- هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 139.

4- حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 167.

○ تمثل هذه القبولات قيمة بضاعة أو سلعة مصدرة إلى خارج بريطانيا.

3-2- سحبوات مقبولة غير مؤهلة:

يعتبر هذا النوع من القبولات المصرفية أقل ضمانا من النوع السابق، ولهذا فهي تخصص في السوق النقدي بمعدل فائدة أعلى من السحبوات المؤهلة، وهي تتصف بالخصائص التالية:

- هذه السحبوات قابلة للدفع خارج بريطانيا؛
- تمثل عمليات خدماتية مثل عمليات التأمين على بضاعة، و عمليات شحنها... الخ؛
- تمثل سحب بنك على آخر؛
- تصدر بعملات أجنبية وليس بالجنيه الإسترليني؛
- تستحق بعد فترة تزيد عن 187 يوما.

المطلب الثالث: الأوراق التجارية (Commercial Paper)

تعتبر الأوراق التجارية من أهم وأقدم أدوات الاستثمار القصير الأجل في السوق النقدية، والتعامل فيها في معظم الأسواق المالية العالمية محدود ماعدا في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا أين يوجد لها سوق واسع نسبيا وسوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى مفهوم الورقة التجارية ومميزاتها وكذا إلى أنواعها المتعددة.

1- مفهوم الورقة التجارية:

هي أداة من الأدوات المالية القصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية الكبيرة وشركات المساهمة الكبيرة الحجم ذات المراكز الائتمانية القوية، وعادة ما تحصل تلك الشركات على ائتمان مفتوح (Open lines of credit) لدى بعض المصارف التجارية، تقوم بمقتضاه تلك المصارف بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق، حيث تتراوح مدة هذا الأخير من يوم إلى تسعة أشهر.¹ وتعتبر الورقة التجارية بأنها غير مضمونة (حتى بأصول الشركة المصدرة) مما يجعل درجة المخاطرة المنطوية على الاستثمار فيها عالية نسبيا، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد عليها.²

إن آلية تداول الأوراق التجارية تتركز في شراء المستثمرين لهذه الأوراق عندما تكون قيمتها السوقية منخفضة، ثم ينتظر هؤلاء المستثمرين حتى ترتفع هذه القيم ليستفيدوا من الفرق بين أسعار الشراء وأسعار البيع وبعد ذلك يجري ترقب انخفاض الأسعار من جديد لشراء الأوراق التجارية وبذلك يمكن إعادتها إلى المؤسسات والجهات المصدرة لها.

¹ - عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص38.

² - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص68.

إن الربع الأخير من القرن العشرين عرف زيادة هامة لقيمة الاستثمار في الأوراق التجارية تقدر بحوالي 12%، فقد بلغ مجموع قيم الأوراق التجارية في الأسواق المالية الأمريكية 4.5 مليار دولار سنة 1999 بعدما كان لا يزيد مجموعها عن 1.18 مليار دولار عام 1960، حيث ارتفعت نسبة الأوراق التجارية من مجموع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق النقدية من 20% سنة 1970 إلى أكثر من 30% في النصف الثاني من التسعينات و ذلك على حساب أذونات الخزينة الأمريكية و شهادات الإيداع القابلة للتداول التي انخفضت نسبة كل منهما بمقدار 15%، و يعود السبب الرئيسي لتوسع أسواق الأوراق التجارية هو تجاوز سعر الفائدة المفروض على القروض البنكية لسعر الفائدة على الأوراق التجارية.¹

2- سمات الأوراق التجارية:

إن الأوراق التجارية لها طبيعة متميزة، فهي تتميز بعدة سمات أهمها²:

أ- هذه الأوراق ليست مضمونة بأي أصل من أصول الشركة المصدرة حيث أن الضامن الأساسي للدائنين هو سمعة الشركة ومكانتها التي يفضلها تقبل البنوك دفع قيمة هذه الأوراق المالية في تاريخ الاستحقاق.
ب- بالرغم من أن هذه الأوراق غير مضمونة كما ذكرنا سابقا، فإن التزام البنوك التجارية بسداد قيمتها يخفض نوعا ما من المخاطر المنطوية على الاستثمار في الأوراق التجارية.
ج- باعتبار أن الضمان الوحيد والأساسي المقدم للمستثمرين في هذه الأوراق هو مركز وسمعة الشركة المصدرة، ولهذا ومن أجل حماية مصالح هؤلاء المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندر اند بور (Standard and Poor) في الولايات المتحدة دليلا خاصا بأسماء الشركات والمؤسسات التي تصدر مثل هذه الأوراق.

د- تصدر هذه الأوراق بقيم كبيرة ويتراوح تاريخ استحقاقها من يوم واحد إلى 270 يوما.

هـ- تساهم الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق في خلق سوق ثان لها يتمثل في بيوت السمسة والبنوك التجارية.

3- أنواع الأوراق التجارية:

تنقسم الأوراق التجارية إلى نوعين رئيسيين هما كالتالي: ³

3-1- الأوراق المباشرة:

تتميز هذه الأوراق بأنها لا تحتاج عند إصدارها إلى وساطة السماسرة أو المتاجرين، بمعنى أن هذا النوع من الأوراق التجارية يصدر مباشرة من طرف البنوك التجارية وشركات التأمين والصناديق المشتركة.

¹ - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 143-145.

² - منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 62-63.

³ - هوشيار كاكامولا، نفس المرجع، ص 144-145.

3-2- أوراق المتاجرين (Dealers Papers):

ويطلق عليها مصطلح الأوراق الصناعية (Industrial Papers) لكونها تصدر عن المؤسسات الغير مالية مثل المؤسسات الصناعية وشركات المرافق العامة وشركات النقل وحتى تجار التجزئة، ويعود تاريخ نشأة أوراق المتاجرين إلى بداية القرن التاسع عشر حيث كانت الشركات الصناعية مثل شركات صناعة الأسلحة والسكك الحديدية والتبغ من المصدرين الأوائل لهذه الأوراق التجارية، لكن مع بداية عشرينات القرن الماضي بدأت البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد وغيرها من المؤسسات المالية بإصدار هذه الأوراق أو شرائها لحسابها الخاص، ويرجع السبب في ذلك إلى زيادة الطلب على السلعة المعمرة (Durable Goods) من قبل المستهلكين، وخاصة السيارات مما صاحبه زيادة مماثلة في القروض الشخصية القصيرة الأجل لتمويل هذا الطلب، ففي الولايات المتحدة الأمريكية استغلت شركة (General Motors) هذه الفرصة و قامت بإصدار أوراق تجارية سميت بـ

(General Motors Acceptance Corporation) والتي بناءا عليها تتم المشتريات وذلك من قبل المتاجرين الذين يشترون الأوراق من الشركة المصدرة ثم يبيعونها فوراً بأسعار أعلى بقليل إلى المستثمرين، وقد مثلت هذه المشتريات خلال السنوات الأخيرة من القرن الماضي ما يقارب 60% من مجموع مشتريات الأوراق التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية.

المطلب الرابع: أذونات الخزينة (Treasury Bills)

تعتبر أذونات الخزينة من أبرز الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة في الأجل القصير، وستتناول في هذا المطلب مفهوم هذه الأذونات بالإضافة إلى التعرض إلى مميزات وأنواعها المختلفة.

1- مفهوم أذونات الخزينة:

هي عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة ويتراوح تاريخ استحقاقها ما بين 3 أشهر إلى 12 شهراً، هذه الأذونات تتداول في سوق الأوراق المالية الثانوي على أساس الخصم، حيث تباع هذه الأوراق بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحققه المستثمر. ولضمان استمرارية وجود أذونات الخزينة في السوق تقوم الحكومة بإجراء إصدارات دورية بمعدل مرة في الأسبوع، ولا يحصل المكتتب على الأذن ذاته بل كل ما يحصل عليه إيصال يبرهن ويؤكد شراؤه للأذن.¹

¹ - منير إبراهيم هندي، الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 66-67.

ويعتبر الاقتصادي الأمريكي بيجو "Begehot" أول من استخدم اذونات الخزينة و ذلك في سنة 1887،¹ ومنذ ذلك الوقت عرفت هذه الأذونات تطور مهما في حجم التعاملات فيها وأصبحت بذلك من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد، حيث في الولايات المتحدة وخلال 36 سنة من عام 1960 إلى عام 1996 ارتفع حجم اذونات الخزينة من 39.4 مليار دولار إلى 780 مليار دولار أي بزيادة تقدر بنسبة 1980%، ويمكن إرجاع أسباب هذا النمو إلى عجز الميزانيات العامة وانخفاض الإيرادات الضريبية بسبب حالات الركود الاقتصادي التي شهدتها الولايات المتحدة في تلك الفترة، ومما ساهم أيضا في تطور التعامل في هذه الورقة المالية في تلك الحقبة هو زيادة الحاجة لتمويل برامج الإنفاق خاصة تلك المتعلقة بالحرب الباردة بالإضافة إلى الإعانات المقدمة لذوي الدخل الضعيف والمنخفضة.²

2- مميزات اذونات الخزينة:

تتميز اذونات الخزينة بعدة سمات ومزايا، ومن أهمها:

- أ- تتميز اذونات الخزينة بإمكانية بيعها عن طريق المزاد وبأعلى سعر، وتهدف الحكومة من وراء ذلك إلى تخفيض تكلفة التمويل بالاذونات، حيث أنهذه الأخيرة تباع بخضم من القيمة الاسمية ولذلك فإن الرفع من سعر بيع الاذونات إلى المستثمرين يعني انخفاض الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع أي انخفاض تكلفة التمويل بالاذونات.
- ب- يجني المستثمر في سوق الأوراق المالية من خلال الاستثمار في اذونات الخزينة على عائد يمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية حيث يكون هذا العائد تقريبا خالي من المخاطرة (Risk Free Rate)، وذلك لأن مخاطر اذونات شبه معدومة بسبب الضمان الرسمي المقدم لحملتها من قبل الحكومة المركزية، إذ تعتبر هذه الأداة المالية من أكثر أدوات الأسواق النقدية أمانا.³
- ج- يستفيد المستثمر في اذونات الخزينة من الإعفاءات على الدخل، وتعتبر هذه الميزة الممنوحة للمستثمر من طرف الحكومة من أهم المزايا لأذونات الخزينة وخاصة بالنسبة للمستثمرين في البلدان التي تتقاضى حكوماتها ضرائب تصاعدية على الدخل وأحسن مثال على ذلك الولايات المتحدة الأمريكية.⁴
- د- إن العدد الكبير للمتعاملين بأذونات الخزينة والذين يتمثلون في المشترين والبائعين يجعل أسواق هذه الأداة المالية عميقة (Deep Market)، وهذا ما يؤدي إلى زيادة التنافس السوقي الذي يمكن أن يضمن في الأخير السعر العادل لكافة الأطراف المتعاملة فيها.

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 167.

² - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 137.

³ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 64-65.

⁴ - حسين بن هاني، نفس المرجع، ص 168.

و-تتصف أذونات الخزينة بسرعة تداولها في الأسواق النقدية وانخفاض تكاليف هذا التداول، وهذا ما يعطي لها صفة السيولة العالية النسبية، كما أن إصدار هذه الورقة لحاملها قد يجعلها مرنة في التعامل السوقي.¹ ز-يمكن للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الأجانب من شراء أذونات الخزينة من خلال البنوك المرخصة حسب سعر البيع (Ask Price)، ويكون هذا السعر عادة أكبر من سعر الشراء، ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء هامش الربح الذي يحصل عليه المتعاملون في الأذونات.²

3-أنواع أذونات الخزينة:

يمكن تقسيم أذونات الخزينة حسب درجة نظاميتها إلى نوعين رئيسيين وهما³:

3-1-سلاسل منظمة من الأذونات (Regular Series Bills):

وهي أذونات تصدر بصفة منظمة أسبوعياً أو شهرياً ويتم بيعها عن طريق مزادات تنافسية، وهي تصدر لفترة ثلاث أشهر (13 أسبوع) وستة أشهر (26 أسبوع) ولفترة سنة كاملة (52 أسبوع)، وإن كل مجموعة جديدة لثلاثة أشهر أو ستة أشهر تباع أسبوعياً بالمزاد، أما فيما يخص التي تصدر لفترة سنة كاملة فتباع إلا مرة واحدة في الشهر.

3-2-سلاسل غير منظمة للأذونات (Irregular Series Bills):

وهي تصدر بصفة غير منتظمة إلا عند الحاجة إليها، إذ تقوم الخزينة المركزية بإصدارها عند حاجتها إلى السيولة.

¹- هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 136.

²- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 64.

³- هوشيار كاكامولا، نفس المرجع، ص 136-137.

المبحث الثالث: الأوراق المالية التقليدية المتعامل بها في سوق رأس المال

تقوم المؤسسات العمومية والخاصة على حد سواء بإصدار الأوراق المالية الطويلة الأجل بغرض تمويل مشاريع التوسع والاستثمارات الجديدة أو لتغطية العجز في موازنتها السنوية، كما تلجأ الحكومات لهذه الأوراق المالية لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو إلى امتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم. ويمكن تصنيف الأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل والتي تتداول في أسواق رأس المال حسب معيارين مختلفين معيار قانوني يستند إلى طبيعة الأوراق المالية و معيار مالي يركز على العوائد، أذن فهي تقسم إلى قسمين، القسم الأول هو عبارة مستند ملكية و الذي يعتبر صكاً و ذا حق في أصل مالي معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة و الناجمة عن الاستثمار في هذا الأصل وهو المتمثل أساساً في الأسهم، والقسم الثاني من الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل هي أدوات المديونية التي تبين حقوق ومطالب المستثمر والمتمثلة أساساً في السندات التي تدر عادة عوائد ثابتة. لهذا ارتأينا في هذا المبحث إلى التطرق إلى الأسهم السندات التقليدية وإلى تخصيص جانب آخر يتم فيه استعراض الاتجاهات الحديثة فيما يخص أدوات الملكية وكذا أدوات المديونية.

المطلب الأول: الأسهم التقليدية

يعتبر الاستثمار في الأسهم من أهم الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل في سوق رأس المال بصفة خاصة وفي السوق المالي بصفة عامة، وهذه الورقة المالية عبارة عن مستند ملكية قابل للتداول وتمثل جزء من رأس المال المكتتب، وستناول في هذا المطلب تعريفه وقيمه المختلفة وخصائصه وكذا أنواعه المتعددة، بالإضافة إلى مزايا وعيوب الاستثمار فيه.

1-تعريف الأسهم:

نتمكن من التعرف على مفهوم السهم بالاستدلال والرجوع أولاً إلى تعريفات المؤلفين والاقتصاديين والمختصين، ومن خلالها يمكن بلورة وإيجاد مفهوم مناسب لها، والتعاريف هي كالآتي:

يعرف هوشيار كاكامولا الأسهم على أنها: " تشكل الرأسمال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم في الشركة، وبالتالي فإن كلا من الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه، مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرين".¹

¹ - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص92.

ويعرفه Yves Simon و Michel Fleuriet السهم على أنه: " أداة مالية ذات مدة حياة غير محدودة تدر خلالها عوائد غير أكيدة، فالسهم على عكس الدين فهو لا يعوض، فالسوق الثانوي وحده الذي يسمح له بالتحول إلى سيولة من خلال طرحه للبيع وفقاً للأسعار الجارية في السوق أي بقيمته السوقية".¹

وفي تعريف لجبار محفوظ نجد أن السهم هو: " مقدار الاشتراك في رأسمال شركة مساهمة وهو المقدار المملوك من رأسمال الشركة، حيث يقسم رأس المال إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء سهم".²

كما يعرفه Dominique Poincelot على أنه: " ورقة ملكية تمثل جزء من الرأسمال الاجتماعي للمؤسسة المصدرة وتعطي لحاملها حقوق عديدة".³

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن فهم أن السهم عبارة عن صك ملكية طويل الأجل، فالصك هو المثبت لحق الاشتراك في الشركة المصدرة، إذ هو ورقة مالية تعطي لحاملها الحق في ملكية حصة من رأسمال المنشأة بمقدار قيمة السهم، كما يكون لحامل السهم الحق في التخلص منه ببيعه والتنازل عليه في البورصة والحصول على سيولة نقدية وكذا في الحصول على نصيب من الأرباح التي قررت المؤسسة توزيعها، ويعتبر السهم أنه لا يحتوي على تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة.

2- القيم المختلفة للأسهم:

يترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم، وفي إطار التكلم عن خاصية المساواة في قيمة الأسهم فإنه يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم، وهي كالتالي: قيمة إسمية، قيمة دفترية، قيمة الإصدار، قيمة سوقية.

2-1- القيمة الإسمية:

هي القيمة الثابتة والمدونة على قسيمة السهم، وهي التي يتم على أساسها تقدير رأس مال شركة المساهمة، فالقيمة الإسمية هي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع في القيود المحاسبية وعادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي،⁴ فالمرجع الفرنسي مثلاً لا يعترف كمبدأ عام بصلاحية الأسهم المصدرة بدون قيم اسمية وذلك على عكس التشريع الأمريكي والكندي الذي يجيز إصدار أسهم بدون قيم اسمية.⁵

¹- Yves Simon, Michel Fleuriet, Op cit, P97.

² - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002، ص07.

³ - Dominique Poincelot, les marchés des capitaux français, édition EMS, Paris, 1998, P147.

⁴ - جون وايت، ترجمة خالد العمري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، ط1، 2002، ص35.

⁵ - سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 95-96.

2-2- القيمة الدفترية (الحقيقية):

هي تتمثل في مجموع قيم الموجودات المادية و المالية و النقدية للشركة مطروحا منها قيم الالتزامات ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم المصدرة، أي هي القدر الذي يخص السهم في صافي أصول الشركة بعد خصم ديونها،¹ وتكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات نتيجة للأرباح التي حققتها المؤسسة، وعلى العكس من ذلك إذا منيت المؤسسة بخسارة فان قيمة أصولها تقل عن رأسمالها وتكون آنذاك القيمة الدفترية أقل من القيمة الاسمية للسهم، أما إذا لم يكن للشركة ديون فان أصولها تتعادل مع رأسمالها فتصبح القيمة الاسمية للسهم مكافأة للسهم لقيمته الدفترية.²

كما هناك قيمة أخرى للقيمة الدفترية حيث تعدل هذه الأخيرة بعد إدخال عنصر وعامل التغير في الأسعار فتعدل أركان ميزانية الشركة باستخدام الأرقام القياسية للأسعار، ويستخرج القدر الذي يخص السهم بقسمة صافي الأصول بالقيمة التاريخية المعدلة على عدد الأسهم وتسمى هذه القيمة بالقيمة الدفترية المعدلة.³

2-3- قيمة الإصدار للسهم:

هي القيمة التي يصدر بها السهم، وتتمثل في القيمة الاسمية للسهم مضافا إليها علاوة إصدار، حيث تضاف هذه الأخيرة إلى الاحتياطي القانوني للشركة،⁴ حيث لا يجوز إصدار أسهم بقيمة أكبر من القيمة الاسمية إلا في حالة زيادة رأسمال الشركة وبشرط موافقة الجمعية العامة على ذلك، كما لا يجوز إصدارها بقيمة أقل من القيمة الاسمية سواء عند تأسيس الشركة أو عند الرفع من رأسمالها، لان حينئذ يكون رأسمال الشركة غير مكتتب بالكامل.⁵

2-4- القيمة السوقية:

هي عبارة عن قيمة السهم عندما يكون متداولاً في بورصة الأوراق المالية، وتتأثر هذه القيمة بتوزيعات الشركة ومركزها المالي وكذا مدى نجاحها، بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية والسياسية السائدة في ذلك البلد ومدى إقبال المستثمرين على أسهم الشركة في السوق الثانوي، فحسب هذا يمكن اعتبار القيمة السوقية للسهم بأنها القيمة المسعرة له.⁶

1- Paul-Jacques Lehmann, La Bourse de Paris, édition Dunod, Paris, 1991, P19.

2- سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 95.

3- صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 158.

4- سيد طه بدوي محمد، نفس المرجع، ص 96.

5- صلاح السيد جودة، نفس المرجع، ص 157.

6- نفس المرجع، ص 158.

تتحد الأسعار السوقية للأسهم بناء على تفاعل قوى العرض والطلب عليها في البورصة في فترة زمنية محددة وتتأثر هذه القيمة أيضا بالأنشطة التي يقوم بها المضاربون في هذه السوق وكذا بمدى كفاءة السوق بصفة خاصة وما يتعلق بنشر المعلومات وانخفاض تكلفة الحصول عليها.¹

إن الشيء الذي لا بد من الإشارة إليه هو أن سعر السهم في السوق قد لا يعكس القيمة الحقيقية للسهم إذا كان سوق الأوراق المالية سوقا ضيقا وغير نشط.²

3- خصائص الأسهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم مميزاته نجد مايلي:

أ- يعتبر السهم ورقة مالية قابلة للتداول، ذا مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية فبالإمكان التنازل عنها بالطرق التجارية دون اللجوء لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها.³ وتختلف طرق تداول السهم باختلاف الشكل الذي يتخذه، فان كان السهم إسميا فانه يتداول عن طريق إثبات التنازل عن ملكيته في سجلات الشركة المصدرة، أما إذا كان السهم لحامله فانه يتداول عن طريق المناولة من مستثمر إلى آخر، وإذا كان السهم يتخذ الشكل الاذني فانه يتداول عن طريق التظهير، إذ أن السهم يعطي للمساهم حرية أكثر في التصرف في الأوراق المالية المصدرة من شركات المساهمة على عكس شركات الأشخاص والشركات ذات المسؤولية المحدودة.⁴

ب- إن الأسهم المصدرة من شركات المساهمة تكون متساوية القيمة فلا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة يقيم مختلفة في الإصدار الواحد، حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم إسمية متساوية القيمة، لكن يجوز إصدار أسهم جديدة عند الرفع من رأسمال الشركة بقيمة مغايرة لقيمة الأسهم عند الإصدارات السابقة، وتكون للأسهم الجديدة نفس الحقوق والالتزامات مع الإصدارات القديمة. إن الهدف من إصدار أسهم متساوية القيمة هو لتسهيل توزيع الأرباح ولتحديد سعر الأسهم في السوق المالي، وكذا لتبسيط الأمور عند التصويت في الجمعية العامة وعند توزيع موجودات الشركة بعد حلها وتصفيتها.⁵

ج- تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم الذي يعتبر كشريك في المؤسسة تكون محدودة بالقيمة الاسمية المساهم بها، وبهذا فانه يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما إذ تكون مسؤوليته في هذه الحالة غير محدودة.⁶

¹ - سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 97.

² - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، بدون سنة نشر، ص 12.

³ - محمد مطر، مرجع سابق، ص 78.

⁴ - سيد طه بدوي محمد، نفس المرجع، ص 93.

⁵ - نفس المرجع، ص 93-94.

⁶ - Olivier Picon, Op cit. P 36.

د- يكتسب المساهم صفة الشريك مقابل الحصة المدفوعة في رأسمال الشركات الأموال والمتمثلة في قيمة السهم ويكون له الحق في الاشتراك في الإدارة، وفي حضور اجتماعات الجمعية العامة، وفي التصويت فيها، وكذا في الحق في الحصول على أرباح.

هـ- تتميز الأسهم بعدم قابليتها للتجزئة لكن يسمح القانون بان يشترك أكثر من شخص واحد في ملكية السهم، وفي هذه الحالة يصبحون مسؤولين بالتضامن عن الالتزامات المترتبة على هذه الملكية، ويتحتم عليهم اختيار ممثل عنهم في مواجهة إدارة الشركة، وأحسن مثال على ذلك حالات الإرث.¹

و- يتحصل حامل السهم على حقه في الحصول على نصيبه من أرباح الشركة المصدرة وعلى حصة من رأسمال الشركة عند التصفية، فحصول المساهمين على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح وكذلك على القرارات المتخذة من طرف إدارة المؤسسة بشأن توزيع تلك الأرباح.²

ز- يتخصص السهم بإمكانية التخفيض من قيمته الاسمية من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم (Stock Split) على الرغم من كون القيمة الاسمية للسهم محددة في العقد التأسيسي للشركة، الأمر الذي يعطي الحق للمستثمر في الحصول على جزء من سهم كامل أو أكثر وذلك عن كل سهم يمتلكه، وبذلك يزداد عدد الأسهم وتنخفض القيمة الاسمية للسهم الواحد، والهدف من كل ذلك هو زيادة الطلب على أسهم المنشأة.³

ح- تتصف الأسهم مقارنة بالسندات بأنها أسهل من حيث الوصف ولكن أصعب من حيث التحليل.⁴

4- تصنيفات الأسهم:

القاعدة أن أسهم الشركات المصدرة متساوية القيمة في الحقوق والالتزامات، غير أنه قد يرد في عقود الشركات ما يخالف هذه القاعدة في نقاط معينة، إذ أن اختلاف الأسهم عن بعضها البعض في الصفات يؤدي إلى تقسيمها إلى العديد من الأنواع التي يتداخل بعضها في البعض، على هذا الأساس سنقوم بتقسيم الأسهم إلى عدة أنواع حسب معايير مختلفة، وهي كالتالي:

4-1- تصنيف الأسهم على أساس شكل الإصدار:

تصنف حسب هذا المعيار إلى أسهم إسمية وأسهم لحاملها.

4-1-1- السهم الإسمي:

هو السهم الذي يدون عليه إسم صاحبه، بالإضافة إلى مجموعة من البيانات والمعلومات الشخصية الخاصة بصاحب السهم، زيادة عن معلومات حول تاريخ التنازل عن السهم وقيمه الاسمية، وهي كلها بيانات تسجل في

1- سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص92.

2- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص41.

3- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2005، ص93.

4- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002، ص09.

سجل المنشأة، إذ يتعين على الشركة المصدرة مسك هذا السجل بحيث تخصص فيه صفحة لكل سهم يحمل رقمه التسلسلي، وعند انتقال ملكية هذا السهم لشخص آخر يطلب إثبات اسم المالك الجديد على صك السهم وفي سجل التنازلات الخاص بالشركة، كما يجب إثبات التنازل في سجل الأسهم أيضا. إن السهم الاسمي يمكن إدارة الشركة من استدعاء مالكي الأسهم بأسمائهم في الجمعيات العامة، كما يمكنها من معرفة المالكين الجدد لأسهمها في حالة التنازل عنها في السوق المالي.

كما يعتبر الاسمي إجباري ومفروض في التعاملات المالية المتداولة في الأسواق المالية الغير منظمة وهذا بهدف التأكد من هوية المالكين فيما يخص دفع الضرائب الخاصة بملكيتهم لتلك الأسهم. إن المساهم عادة يكون مخير بين امتلاك الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها، لكن في بعض الأحيان يفرض عليه السهم الاسمي وهذا في الحالات التالية¹:

- في حالة الأسهم الغير محررة كلية وكذا في حالة الأسهم العينية؛
- عندما يكون للأسهم حق التصويت المزدوج؛
- في حالة الأسهم الموزعة من طرف إدارة الشركة على مستخدميها (العمال)؛
- في حالة الأسهم المضمونة.

4-1-2- السهم لحامله:

يقصد بالسهم لحامله هو ذلك الصك الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ولكن يكتب عليه انه لحامله، ويتم نقل الملكية بالتسليم المادي من المتنازل إلى المتنازل إليه، أي بمجرد التسليم من بائع السهم إلى مشتريه دون الحاجة إلى إجراء معين، ويعتبر حامل السهم في هذه الحالة هو مالكة في نظر الشركة، لكن لهذا النوع من الأسهم عيوب ومساوئ نتيجة الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع. إن الميزة الأساسية التي يتصف بها السهم لحامله تتمثل في كون حامل هذا السهم يكون مجهول من طرف الشركة المصدرة، فقد تسمح هذه الخاصية لأطراف خارجية بإمكانية المشاركة السرية في رأسمال الشركة سواء لتحقيق هدف بسيط متمثل في توظيف الأموال في أسهم الشركة المصدرة أو بغاية الاستحواذ على رأسمال الشركة من العرض العام (Offre) Publique².

¹- Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Le Marché Financier Français, 4 éditions, Economica, Paris, 2001, P87-88.

¹ – Didier Vitrac, Tout Savoir Sur La Bourse, Gualino éditeur, Paris, 2001, P85.

4-2-التصنيف حسب نوع الحصة المدفوعة:

تنقسم أسهم هذا الصنف إلى أسهم نقدية وأسهم عينية.

4-2-1-السهم النقدي:

هو الذي يدفع فيه المكتتب قيمته نقدا نظير مشاركته بحصة في رأسمال الشركة المصدرة، أي أن هذا السهم أعطي للمساهم مقابل مبلغ معين من النقود تحصل الشركة عليه، ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها، إذ أن إصدار الأسهم النقدية يمكن أن يتم في أي لحظة من اللحظات أثناء حياة الشركة، كما قد تنتج هذه الأسهم اثر اندماج رأسمال الشركة مع شركة أخرى. إن قوانين الشركات تجيز بإمكانية الوفاء بقيمة السهم النقدي على شكل أقساط بحيث لا يقل مبلغ القسط الواجب تسديده عند الاكتتاب عن ربع القيمة الاسمية.¹

4-2-2-السهم العيني:

السهم العيني يمثل حصة عينية في رأسمال الشركة المصدرة كعقار أو مصنع أو متجر أو اسم تجاري أو براءة اختراع وغيرها من الموجودات، فلا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا بعد تسليم المقدمات التي تقابلها، وقد منع القانون تداول الأسهم العينية إلا بعد انقضاء سنتين على إصدارها وذلك حماية منه للمساهمين ومراعاة لمصلحتهم، خشية أن يبالغ الشركاء المؤسسون في تقدير قيمة الحصص العينية المقدمة من طرفهم للحصول على أرباح وهمية، كما أن تقويم الحصص العينية بأكثر من قيمتها الحقيقية يترتب عليه إلحاق ضرر بالشركة وبالذاتين وبجماعة المساهمين الذين قدموا حصص نقدية، وهذا الأمر يؤدي إلى إخلال الشفافية في التعاملات المالية وإلى زيادة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الأطراف الفاعلة في السوق المالي.²

4-3-التصنيف حسب الحقوق الممنوحة للمساهمين:

تقسم الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحب السهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

4-3-1-الأسهم العادية:

تعتبر وثيقة ملكية (صك) في رأسمال شركة مساهمة، وكما يدل اسمها فهي أسهم ليس لها امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم، والسهم العادي كما هو معروف ليس له تاريخ استحقاق ولا يعد بتوزيع عائد

¹ - شعون شعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، ط2، 1999، ص24.

² - سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص99-100.

ثابت مقارنة بالسند،¹ وكما ذكرنا في فقرة سابقة أن للسهم العادي عدة قيم فهناك: قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة إصدار بالإضافة إلى قيمة سوقية في السوق الثانوي.

وتصدر الأسهم العادية غالباً في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحياناً في فئات متعددة وبمزايا مختلفة مثل الأسهم من الفئة (A) ذات مركز مميز في الحصول على الربح لكن لا تتمتع بحقوقها الكاملة في التصويت، كما هناك أسهم عادية من الفئة (B) لها مركز أقل من حيث الربح لكن لها حق كامل في التصويت. وفي الجدول الموالي سنتناول الفئات المختلفة للأسهم العادية حسب تصنيف شركة الدراسات المتخصصة ستاندر اند بور (PS&).²

جدول رقم (01): فئات الأسهم العادية

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص33.

حيث يكون الترتيب من اليمين إلى اليسار، حيث تعتبر الفئة (A) حسب المؤلف والجهة المصدرة بأنها أسهم متميزة وكلما اتجهنا نحو اليسار أي كلما امتلك المستثمر أسهم من فئات صغرى كانت هذه الأسهم رديئة وغير مصنفة.

إن حملة الأسهم العادية يحصلون على نصيبهم من التوزيعات (Dividendes) وذلك في شكل نسبة مئوية من الأرباح السنوية للشركة المعلن عليها من قبل مجلس الإدارة، وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد التأسيسي للشركة ووفقاً للقرارات المتخذة من طرف الإدارة فيما يخص توزيع الأرباح من عدمه، وكذا بما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد. يتقاضى أصحاب الأسهم الأرباح الموزعة إما نقداً أو في شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح، كذلك في حالة إفلاس الشركة أو في حالة تسهيل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة بعد كافة الدائنين أي بعد تسديد المكلفين بالتصفية وأصحاب السندات وأصحاب الأسهم الممتازة، لكن بالمقابل يوفر لهم القانون مزايا خاصة بهم متمثلة في الحقوق، وتمثل حقوق أصحاب الأسهم العادية فيما يلي:

4-3-1-1 الحق في الأرباح الموزعة: عندما تحقق المؤسسة أرباح تقوم بتخصيص جزء منها لتوزيعها على ملاك الشركة المتمثلين في حملة الأسهم العادية، والجزء المتبقي تحتفظ به في شكل احتياطات لتعزيز قيمة أموالها الخاصة ولكي تتمكن من القيام باستثمارات جديدة، ويتم هذا التوزيع حسب عدد الأسهم المملوكة من طرف المساهم

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 34.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص32-33.

وحسب سياسة التوزيع المنتهجة من طرف إدارة المؤسسة في ظل حاجياتها و أفاق الاستثمارية، حيث تقوم إدارة المؤسسة (إذا قررت عبر التصويت في الجمعية العامة) بدفع توزيعات الأرباح في غضون 9 أشهر من إغلاق أعمال الجلسة العامة لإدارة الشركة، ويمكن أن تدفع تلك التوزيعات في شكل نقدي أو على شكل أسهم جديدة تعرف بالأسهم المجانية إذا قبل المساهمون ذلك، وتمتاز هذه الأرباح الموزعة بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة.

عادة يكون لحملة الأسهم العادية نفس الحقوق في التوزيعات السنوية لكن يمكن أن تقوم الجمعية العامة للمنشأة بدفع توزيعات مرتفعة نسبيا (Majoré) للمساهمين الذين يملكون أسهم اسمية منذ سنتين فأكثر.¹

4-3-1-2-حق الأولوية في الاكتاب: يطالب المساهم العادي بهذا الحق في حالة الزيادة في رأسمال الشركة من خلال إصدارها لأسهم جديدة، إذ أن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بقدر ما يمتلكونه من أسهم عادية ولهذا الحق مزايا عديدة أهمها:

- المحافظة على الأهمية النسبية للتصويت وبالتالي قدرة المساهمين القدامى على مراقبة والسيطرة على الشركة.
- المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح الغير موزعة واحتياطات السنوات السابقة للإصدار الجديد.²

4-3-1-3-الحق في التنازل عن الأسهم: يحق للمساهمين العاديين التنازل عن أسهمهم من خلال طرحها للبيع في السوق الثانوي بشرط أن تكون الشركة المصدرة مدرجة في البورصة، وإذا لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم العادية بصفة مباشرة أي بالطرق التجارية من المساهم القديم إلى المساهم الجديد مع تسجيل ذلك في سجلات الملكية التي تمسكها إدارة المؤسسة إذا كانت الأسهم اسمية، ولا يمكن لحامل السهم أن يسترد قيمة السهم بالرجوع إلى الشركة المصدرة باعتبار الأسهم العادية هي من الأموال الدائمة في الشركة، تبقى ما دامت الشركة مستمرة ولم تفلس.³

4-3-1-4- حق حضور الجمعيات العامة: للمساهم العادي الحق في حضور الجمعيات العامة سواء كانت عادية أو استثنائية، و يتم عقد الجمعية العامة العادية للشركات المساهمة كل سنة و هذا من اجل المصادقة على الحسابات الختامية للشركة و انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وكذا مناقشة قضية توزيع الأرباح، و هكذا يتمكن المساهمين من المشاركة في تسيير شركتهم، أما فيما يخص الجمعيات العامة الاستثنائية فتعقد متى اقتضى الأمر ذلك

¹ – Didier Vitrac, Op cit, P73.

² – ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، ص40.

³ – جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص20-21.

خاصة في حالة إجراء تعديل على القانون الأساسي للشركة أو حين الرفع من رأسمالها أو أية قضية أخرى تتعلق بتسيير وتوجيه الشركة.¹

4-3-1-5-الحق في الإطلاع على وثائق الشركة: باعتبار المساهمين العاديين هم ملاك الشركة فإن القانون يخول لهم الإطلاع على الوثائق والمستندات الخاصة بالشركة وكذا فحص الدفاتر ويوكلون هذه المهمة عادة إلى مكتب لتدقيق الحسابات معين من قبل الهيئة العمومية، ومن أهم هذه الوثائق بالإضافة إلى الملفات المحاسبية نجد قائمة المساهمين الآخرين والحسابات الختامية للشركة.... الخ. فإدارة المؤسسة المصدرة مجبرة على إعطاء هذه الوثائق للمساهمين إذا ما طلبوا بها، وفي حالة رفض الشركة لذلك يمكن للمساهم رفع دعوة قضائية ضد مجلس إدارة المؤسسة وذلك لكون دفاتر وسجلات الشركة ضرورية ومهمة بالنسبة للمساهم في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية.

4-3-1-6- الحق في التصويت: إن مبدأ المساواة بين المساهمين يعطي للمساهم الحق في التصويت خلال الجمعيات العامة حيث يعبر عادة كل سهم عن صوت، ويسمح له هذا الحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على عقود الشركة وقانونها الأساسي أو تعديله وكذا كيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات الرفع من رأسمال الشركة وغيرها من الموضوعات الهامة الأخرى التي تتعلق بالمؤسسة. ترتبط قدرة المساهم في التأثير على قرارات المنشأة بعدد الأسهم التي يمتلكها والتي تعطيه الحق في التصويت، ومع هذا فإن عددا كبيرا من حملة الأسهم العادية لا يمارسون هذا الحق بشكل فعال، ويعود هذا ربما لضآلة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم أو لأن محفظة الأوراق المالية للمالك على درجة عالية من التنوع أو لصعوبة التصويت الفردي نظرا لانتشار المساهمين في مناطق متباعدة فقد تكون دولا مختلفة .

في بعض الأحيان قد تنص القوانين الأساسية للشركات على منح حق التصويت المضاعف (Doublevote) لأصحاب الأسهم الاسمية التي تفوق مدة اكتتابهم لها السنتين، كما قد تنص تلك القوانين كذلك على حق التصويت المجمع (Cumulative Vote) والذي بمقتضاه يعطي حامل السهم عدد من الأصوات يعادل عدد أعضاء مجلس الإدارة و ذلك عن كل سهم يمتلكه، وهذا يعني أن عدد الأصوات للمساهم الواحد تتمثل في عدد الأسهم التي يمتلكها مضروبة في عدد أعضاء مجلس الإدارة، وللمساهم الحق في تفويض عضو واحد في جمع الأصوات التي يمتلكها كما أن له الحق في أن يوزع الأصوات بأي شكل يريده على أعضاء المجلس، هذا الشيء الذي يمنح ميزة لصغار المساهمين حيث يمكن للمساهم تفويض كل أصواته لعضو واحد في المجلس، هذا الأخير الذي يسعى إلى تحقيق مصالح موكله باعتباره ممثلا له.²

¹ - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 19.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 15-16.

4-3-1-7 الحق في الحصول على موجودات الشركة بعد التصفية: عندما تصفى المؤسسة يتحصل المساهم العادي على حصة لكل سهم يمتلكه وذلك بعد تسديد الديون التي هي على عاتق المؤسسة بما في ذلك مصاريف المكلفين بالتصفية بالإضافة إلى دفع نصيب حملة الأسهم الممتازة، فإذا كانت هذه الحصة أكبر من القيمة الاسمية للسهم العادي فإن المساهم يتحصل على ما يسمى فائض التصفية (BonusdeLiquidation)، و أما إذا كانت أقل من القيمة الاسمية للسهم فإنه يتحمل عجز التصفية (Malusde Liquidation)، أما إذا تجاوزت الديون المدفوعة للدائنين قيمة الأصول الموجودة لدى المؤسسة فإن حملة الأسهم العادية لا يتحصلون على أية حصة ولكن على كل حال فإنهم لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة لان مسؤوليتهم محدودة بالمبلغ المساهم به فقط.¹

4-3-2- الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز بأنه أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) كون حامل السهم الممتاز يحصل على عائد دوري ثابت وأداة ملكية (السهم العادي) لأنه يمثل مشاركة في رأسمال الشركة المصدرة واكتسب السهم الممتاز هذه التسمية لتفضيل حملته على حملة الأسهم العادية سواء من حيث الحصول على الأرباح أو من حيث اقتسام موجودات الشركة عند التصفية، فمن حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو في صورة مبلغ محدد، وفي حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز حق الأولوية في الحصول على نصيب منها، كما له حق الحصول على أرباح السنوات المتأخرة والتي لم يتم سدادها من طرف الشركة قبل حامل السهم العادي ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العامة بعد توصية مجلس الإدارة.

إن للسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك السهم العادي، غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن طريقة حسابه بالنسبة للسهم العادي، حيث تحسب الأولى بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر بدفاتر الشركة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة، بمعنى آخر انه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطيات والأرباح المحتجزة التي تظهر بميزانية المنشأة. وعلى العموم تتميز الأسهم الممتازة بما يلي:

أ- تتصف الأسهم الممتازة بإمكانية الاستدعاء والتسديد بالرغم أن ليس لها تاريخ استحقاق معين، إلا انه قد ينص على حق المنشأة في استدعاء هذه الأسهم إذا ما رأت ضرورة لذلك، وذلك قي مقابل أن يحصل حملة هذه الأسهم على مبلغ يفوق قيمتها في البورصة. ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة المصدرة إذ يمكنها من الاستفادة من

² – Paul-Jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, Dunod, Paris, 2002, P 17.

أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها وإحلالها بسندات أو بأسهم ممتازة أخرى ذات معدل فائدة منخفض.¹

ب- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة إذا قرر مجلس إدارتها توزيع ذلك إذ أن المؤسسة غير مجبرة على دفع العوائد السنوية لأصحاب الأسهم الممتازة، أما في حالة عدم توزيع الأرباح عليهم لدورة مالية أو لعدة دورات مالية يفرض على الشركة المصدرة دفع الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين، لكن المكتتبين في الأسهم الممتازة يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.²

ج- يتميز حملة الأسهم الممتازة بعدم أحقيتهم في التصويت والمشاركة في الجمعيات العامة، فليس لهم تمثيل في مجلس إدارة الشركة، بالإضافة إلى عدم السماح لهم بالتدخل في الأمور والقرارات الخاصة بإدارة الشركة، إلا في الحالات التي تعاني منها المنشأة من مشاكل عويصة كعدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة، وكذا في حالة المشاركة في التصويت على الإصدارات الإضافية من الأسهم العادية.³

د- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية، ولكن أسبقيتهم تلي حملة السندات في موجودات الشركة بعد حلها.⁴

هـ- تتمتع المنشآت التي تعتمد في تمويلها بشكل كبير على الأسهم الممتازة ببعض المزايا، حيث تفتح هذه الأوراق المالية مجالاً من المناورة لإدارة المؤسسة، من أهمها أن هذه الأخيرة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تحقق فيها أرباح، الشيء الذي يمكنها من إعادة استثمار تلك الأرباح وزيادة الأموال الخاصة بالشركة، كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة.⁵

و- تعد الأسهم الممتازة مصدر من مصادر التمويل الدائمة فهي ليس لها تاريخ استحقاق كما في حالة السندات، ولكن على عكس هذه الأخيرة فإن تكلفتها مرتفعة نسبياً إذ تصل إلى ضعف تكلفة التمويل عن طريق أدوات المديونية، وهذا يعود لكون الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة لا تخصم من الإيرادات الخاضعة للضريبة وبالتالي فالشركة لا تستفيد من الوفرة الضريبية، زيادة على ذلك هو مطالبة أصحاب الأسهم الممتازة بعوائد تتكافأ والمخاطر الكبيرة التي يتعرضون لها مقارنة بحملة الأوراق المالية الأخرى، خاصة فيما يخص عدم حصولهم على ضمان في التحصل على عائد دوري كما هو الشأن بالنسبة للمقرضين (حملة السندات).⁶

1- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص16.

2- عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص 159.

3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص67.

4- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص101.

5- منير إبراهيم هندي، أسواق المال والأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص27.

6- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص30.

ز- تجري في الأسواق المالية العالمية عملية تدرج لنوعية الأسهم الممتازة المصدرة ويتحدد هذا طبقاً لمقدار الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة ومدى استقرار تلك الأسهم بالإضافة إلى عوامل أخرى، وتكلف هذه المهمة إلى شركة الدراسات المتخصصة الأمريكية ستاندر اند بور (S & P) للقيام بذلك، والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (02): تدرج الأسهم الممتازة

C	B	BB	BBB	A	AA	AAA
دون الحد الأدنى	فئة المضاربة	دون الوسط	درجة الوسط	الدرجة الاستثمارية	النوعية العالية	النوعية الأساسية

المصدر: فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 69.

المطلب الثاني: الأسهم المستحدثة

يعد تحديث أدوات السوق المالي أمراً موازياً للتحديث في المؤسسات المالية، فالتغيرات التكنولوجية وتغير الإجراءات التنظيمية وحالة الركود والانتعاش الاقتصادي ومستويات المنافسة العالية حفزت ظهور أشكال حديثة للأسهم، لكن لا يمكن ذكر كل أنواع الأسهم المستحدثة نظراً لعددتها الكبير، فسكتفي بذكر الأهم منها وهي كالتالي:

1- الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح وبدون حق التصويت (ADPSDV):

هي تلك الأسهم التي تم إصدارها بموجب القانون الفرنسي لـ Monory في 13 جويلية 1978، حيث تستفيد هذه الأسهم من توزيعات أرباح ممتازة تقدر على الأقل بـ 7.5% من القيمة الاسمية لها، ويحصل حاملها على الأرباح قبل غيرهم من حملة الأسهم العادية وهذا في حال تحقيق الشركة لأرباح، فان لم تحقق ذلك فان العوائد تؤخر إلى السنة القادمة، بالإضافة إلى كل ما تم ذكره من مزايا حول هذه الأسهم فإنها تتصف أيضاً بامتلاكها لحق الأولوية في موجودات الشركة بعد التصفية، لكن بالمقابل لا يمكن لحاملها المشاركة والتصويت في الجمعيات العامة إلا في حالة واحدة عندما لا تقوم الشركة بتوزيع الأرباح الممتازة لمدة 3 سنوات متتالية، ولا يسقط الحق إلا إذا تحصل حملة هذه الأسهم على توزيعاتهم.¹

إن أسهم (ADPSDV) مستعملة بكثرة في الدول الأنجلوساكسونية، أما فيما يخص فرنسا فمنذ إنشاء هذه الأسهم قامت حوالي 15 شركة باللجوء إليها كمصدر من مصادر التمويل لكن لا يمكن لمبالغ هذه الأسهم أن تمثل أكثر من ربع رأسمال الشركة المصدرة. وتعتبر أسهم (ADPSDV) من الأدوات المالية التي تلجأ إليها

¹ – Olivier Picon, Op. Cit, P37-39.

الشركات لتغطية العجز في الميزانية أو للقيام باستثمارات جديدة أو توسعية، فهي تقدم خدمات ومزايا للمؤسسات المصدرة والتي تتمثل فيما يلي:

- تمكن المؤسسة المصدرة لها من الفصل بين الملكية والسلطة؛
- تسمح للمؤسسات العائلية من الحصول على مصدر تمويل دون السماح لمتدخلين في تسيير شؤون وأمر مؤسستهم، و كذا تستعمل هذه الورقة المالية لتجنب الخضوع للعرض العام للشراء (OPA).¹

2- الأسهم المركبة (Les Actions Composées ou Complexes):

هي أدوات مالية حديثة الإصدار تتكون من سهم عادي ومن أصل مالي منقول آخر لتشكل في الأخير سهما جديدا مركبا، إن حامل هذه الأسهم المركبة يتحمل مخاطر مرتفعة نظرا لصعوبة عمليات تداولها في السوق الثانوي، فهي جد معقدة وصعبة، إلا أنها لاقت رواجاً كبيراً خاصة عند أصحاب التجربة والخبرة في التعاملات المالية في البورصة، ومن أهم هذه الأدوات المالية المركبة نجد²:

2-1- أسهم بكوبونات اكتتاب في أسهم (ABSA):

تمنح هذه الأسهم لحاملها الحق في الاكتتاب في أسهم جديدة محددة السعر مسبقاً وذلك بفضل الكوبونات المرفقة.

2-2- أسهم بكوبونات اكتتاب في أسهم قابلة للاسترجاع (ABSAR):

وهي على عكس النوع السابق فهي تسمح للشركة المصدرة بشراء كوبونات السهم بسعر محدد مسبقاً.

2-3- أسهم بكوبونات اكتتاب في سندات قابلة للتحويل إلى أسهم (ABSOCA):

هي أداة مالية متطورة جداً وعبارة عن تركيبة من التركيبات الصعبة للأسهم واسمها يدل على تكوينها العويص، فهي أسهم موجهة إلى نوع خاص من المستثمرين الذين يتميزون بالكفاءة والخبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية.

3- شهادات الاستثمار (Certificats d'Investissements):

هي الشهادات التي سنها القانون الخاص بالتنمية والاستثمار حماية التوفير الذي صدر في 3 جانفي 1983 في فرنسا، والتي يعرفها بأنها تلك الأسهم التي لا تمتلك الحق في التصويت، وتشبه هذه الأوراق المالية الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية كما أن حملتها نفس الحقوق المالية لحملة الأسهم العادية كحق الحصول على الأرباح

² – Dominique Poincelot, Op cit, P149.

³ – Ibid. P.151.

الموزعة والحق في موجودات الشركة بعد التصفية، كما يمكن لأصحاب هذه الشهادات الإطلاع على المعلومات الخاصة بالشركة وذلك من أجل اتخاذ القرارات المناسبة في السوق المالي.¹

إن شهادات الاستثمار لا يمكن أن تمثل أكثر من ربع رأسمال الشركة، ومصدر قيمتها المنقولة ناتج عن تقييم السهم لورقتين مائتين هها:²

أ- شهادات الاستثمار (CI) والتي تستفيد من جميع الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية ما عدا حق التصويت، وهناك شهادات استثمار أخرى تستفيد من توزيعات أرباح ممتازة تكون قيمتها أكبر من التوزيعات على حملة الأسهم العادية وتسمى هذه الشهادات بـ شهادات الاستثمار الممتازة (CIP).

ب- شهادات الحق في التصويت (CDV) وهي التي تصدر لصالح المساهمين القدامى وهي شهادات اسمية يتمكن حاملها منذ سنة 1988 من تداولها في السوق المالي فهي مدرجة بالبورصة في سوق خاص وجد مراقب، ولكن لا يتم التعامل بشهادات CDV إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار؛ هي الأخرى يجب أن تكون مدرجة في البورصة وأن تتم تحت طلب الشركة المصدرة لها، هذه الشروط تمكن حامل هاتين الورقتين من جمعهما والحصول على سهم كامل من حيث الحقوق المالية وكذا حق التصويت.

إن الهدف الأساسي من إصدار الشركات لشهادات الاستثمار هو للحصول على مصادر التمويل مع الحفاظ على سيطرة المساهمين القدامى للشركة، من خلال تسييرهم لها وتوجيهها ومراقبتها مع الإبقاء على نسب التصويت كما هي، كما هو الشأن بالنسبة للمؤسسات العمومية والتي ترغب الدولة في إبقائها تحت سيطرتها، أما فيما يخص القطاع الخاص فإن شهادات الاستثمار تحظى بامتياز لدى الشركات التي لا تريد أن تخضع للعرض العام للشراء (OPA).³

4- الأسهم ذات التوزيعات المخصصة:

يحصل حامل السهم العادي على نصيب من الأرباح المحققة في حالة قرار الشركة بتوزيع هذه الأرباح أو جزء منها، وهذه التوزيعات لا تعتبر من بين المصاريف التحميلية التي ينبغي خصمها قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات، إلا أنه في السنوات الأخيرة صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها للعاملين بها؛ بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة و هذا في إطار الخطة المنتهجة لتشجيع الأشخاص العاملين بالمنشأة للمشاركة في ملكيتها، هذا بالإضافة إلى نص القانون على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قروض لصندوق العاملين المخصص

¹ – Olivier Picon, Op cit, P41.

² – Paul-Jacques Lehmann, La Bourse de Paris, Op Cit, P22.

³ – جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص86.

لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من طرف هذا الصندوق، فهذا الخصم يسمح بتخفيض معدل الفائدة على تلك القروض، الأمر الذي يترتب عنه تخفيض تكلفة شراء الأسهم.¹

و بموجب خطة مشاركة العاملين في ملكية الشركة، تقوم وحدة تنظيمية مختصة نيابة عن العاملين بطلب قرض طويل الأجل بهدف استخدام حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية أي حصة من رأسمال الشركة التي يعملون فيها، ويتم سداد القرض وفوائده من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، كما يتم سداده أيضا من مساهمة مالية إضافية تقدمها المنشأة المصدرة على أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.²

5- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

إن الذي ظل معروفا لدى المتعاملين الاقتصاديين هو أن للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية يحصل حاملها على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية إذا ما قررت إدارة هذه الشركة توزيعها، غير أن شركة جينرال موتورز الأمريكية أنشأت لأول مرة في الثمانينات نوعين إضافيين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها اسم "ClassE" وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، كما أصدرت مجموعة أخرى أطلق عليها اسم "ClassH" وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.³

6- الأسهم العادية المضمونة:

إن من المعروف أن الأسهم العادية عبارة عن أوراق مالية أبدية لا يمكن لحاملها مطالبة الشركة المصدرة بقيمتها طالما أن هذه المنشأة قائمة و مهما ساءت الظروف حتى ولو انخفضت قيمة هذه الأسهم إلى أدنى مستوياتها، إلا أنه ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة لها بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المسموح به أو حتى في حالة عدم تجاوزه لذلك الحد و لكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون لحامل السهم الحق في المطالبة بالتعويض.

¹ - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 174-175.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 248-249.

³ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 148.

وخلافا لما سبق فإذا استفاد حامل السهم من شروط التعويض فإنه يتم بواسطة عدد من الصكوك تسمى حقوق التعويض يتحصل عليها حامل الأسهم عند شرائه لها، ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين و ذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض، إذ خلال هذه الفترة يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في قيمتها السوقية، أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية فإنها تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض.¹

إن التعويض الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر في هذه الورقة المالية في حالة توفر شروط اللازمة لذلك يتم باستعمال ثلاث طرق فقد يكون في صورة نقديات أو على شكل أسهم عادية إضافية أو أسهم ممتازة، لكن هذه الطرق لا تخلو من العيوب حيث وجهت لها عدة انتقادات خاصة فيما يتعلق بقدرة المؤسسة على دفع التعويضات على شكل نقود، الشيء الذي يعتبر مستعسرا خاصة إذا لم تتوفر خزينة المؤسسة على السيولة الكافية لذلك؛ فهذا الأمر قد يؤدي بها إلى الإفلاس، نفس الشيء فيما يخص إصدار أسهم جديدة حيث أن الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للسهم قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة لأن هناك حدا أقصى لعدد الأسهم المصرح للمنشأة بإصدارها وحينئذ تكون تصفية المنشأة هي أحد الحلول المحتملة.

وعلى الرغم من الانتقادات العديدة الموجهة للأسهم المضمونة إلا أنها تتصف بعدد من المزايا، ومن أهمها²:

- حماية مصارف الاستثمار بالدرجة الأولى وتجنّبها الوقوع في خسائر فادحة إذا ما هبطت أسعار الأسهم إلى مستويات دنيا.
- ضمان التصريف الكامل للإصدار من خلال تحفيز المستثمرين على اقتناء أسهم الشركة نتيجة لتحمل المؤسسة المصدرّة جزءا من الخسائر في حالة انخفاض أسعار الأسهم إلى مستوى محدد، وبالتالي يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على هذه الأسهم وهذا قد يمكن المؤسسة من بيع كل إصداراتها والحصول على التمويل اللازم لاحتياجاتها.
- تعد الأسهم المضمونة بديلا مرغوبا عن السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم.
- إن إصدار أسهم عادية مصحوبة بضمان حد أدنى للقيمة، يسهم في تخفيض تكلفة نقص المعلومات لدى المستثمرين.

7- الأسهم المسطرة (Actions Traçantes/ Reflets):

إن هذا النوع من الأسهم مستعمل بكثرة في الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 1980 إذ هناك حوالي 40 سهم مسطر مدرج في السوق الأمريكي، أما في فرنسا فقد ظهر لأول مرة في أكتوبر 2000 إثر تجزئة مجمع Alcatel. إن الأسهم المسطرة عبارة عن أوراق مالية تعكس الأداء الاقتصادي لنشاط مدمج داخل

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 19-20.

² - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 20-22.

المؤسسة وذلك مع الحفاظ على الصفة القانونية للمؤسسة المصدرة لها، فهذه الأخيرة تعمل على خلق أسهم خاصة بهذا النشاط دون إنشاء فرع خاص لهذا النشاط أي دون تجزأة المؤسسة ككل إلى فروع وهذا لتجنب الوقوع في المشاكل القانونية والمحاسبية والضريبية الخاصة بذلك. ومن أمثلة الأسهم المسطرة نجد الأسهم التي أصدرها مجمع Alcatel، فحين أراد هذا الأخير إنشاء أسهم مسطرة خاصة بالقسم التابع له المسمى بـ AlcatelOptronics، قام بإصدار أسهم تابعة من الفئة (O) وتم إدراجها في البورصة إلى جانب الأسهم الرئيسية للشركة والمتمثلة في الفئة (A).¹

المطلب الثالث: السندات التقليدية

تعبر السندات عن الأوراق المالية التي تمثل مديونية على الشركة و هي تعتبر كمصدر من مصادر التمويل المتوسط و الطويل الأجل، تلجأ المؤسسات و الحكومات إليها لتلبية احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام في سوق راس المال، وتلعب السندات في الوقت الحالي دورا أساسيا في تمويل الاقتصاد الوطني وبصفة خاصة في الاقتصاد الفرنسي حيث بلغت قيمة السندات المصدرة في سنة 1995 إلى ما يقارب 376 مليار فرنك فرنسي، وسوف نحاول في هذا المطلب التعرف أكثر على السندات من خلال التطرق للتعريفات المختلفة لها، مع التكلم حول قيمها المتعددة و خصائصها، بالإضافة إلى التعرض لأنواعها المختلفة.

1-تعريف السندات:

يعرف Dominique Poincelot السند على انه: " ورقة مديونية مسجلة ومتداولة في البورصة تمثل جزء من القرض السندي المصدر، لكل حامل لها الحق في الحصول على المبلغ الإجمالي المقرض عند موعد الاستحقاق بالإضافة إلى عوائد دورية، كما له الحق في أولوية الحصول على مستحقاته في حالة تصفية الشركة".²

ويعرفه Yves Simon و MichelFleuriet على أنه: " مستند مديونية قابل للتداول في البورصة، فهو عبارة عن قرض طويل الأجل تتعدى مدته الخمس سنوات، يصدر عن المؤسسات كما عن الحكومات، وسعر تداول السند في السوق يكون بنسبة مئوية من قيمته الاسمية و لا يعبر عنه لا باليورو و لا بالدولار".³

وفي تعريف لحسين بن هاني نجد أن السند هو: " وثيقة تتضمن وعدا من شركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ قرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة، فهي ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل".⁴

¹ – Didier Vitrac, Op cit, P80.

² – Domique Poincelot, Op cit, P92.

³ – Yves Simon, Michel Fleuriet, Op cit. P.165.

⁴ – حسين بن هاني، مرجع سابق، ص152.

ومن خلال تطرقنا لهذه التعاريف المقدمة من طرف هؤلاء الكتاب، يمكننا إعطاء مفهوم للسند والمتمثل في انه أداة من أدوات المالية المتداولة في أسواق راس المال ويعد بمثابة صك مديونية يعطي لحامله الحق في استرداد قيمته الاسمية عند أجل الاستحقاق بالإضافة إلى الحصول على فوائد دورية معلومة مسبقا ووفقا للشروط المتفق عليها عند اكتتاب السند.

2- مختلف قيم السندات:

تقيم السندات بشكل عام بالقيم الآتية:

2-1- القيمة الاسمية:

وهي القيمة المدونة على شهادة السند والتي على أساسها يتم حساب معدل الفائدة الدوري المدفوع لحامل السند والمسمى بالكوبون.¹

2-2- القيمة الإصدار:

وهو المبلغ المدفوع من طرف المكتب للحصول على السند، وتكون قيمة الإصدار عادة مساوية للقيمة الاسمية، ولكن لتسهيل الاكتتاب في هذه السندات ولتشجيع المستثمرين على ذلك تقوم الشركات بإصدار سندات بقيمة أقل من القيمة الاسمية لها والفرق يعرف بعلاوة الإصدار.

2-3- قيمة التسديد:

وهي القيمة الممنوحة لحاملي السندات عند تسديد أو اهتلاك السند، حيث قبل السبعينات كان المصدرين للسندات يدفعون قيمة تسديد أكبر من القيمة الاسمية ويعرف الفرق بين هاتين القيمتين بعلاوة التسديد، أما في الوقت الراهن يتم تسديد السند إما بقيمته الاسمية أو بقيمته السوقية في البورصة.²

2-4- القيمة السوقية:

وهي قيمة السند في تداولات السوق الثانوي فهي تعكس تغيرات الفائدة في السوق مقارنة بفائدة السند المقررة، إن سعر تداول السندات في البورصة محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية الشيء الذي يسمح بمقارنة السندات مع بعضها، وتصبح بذلك القيمة السوقية الأساس في عمليات تسويق السندات وتقويمها.³

² - Juliette Pilverdier Joanne Hamet, Op. Cit, P.90-91.

³ - Paul-Jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, Op. Cit, P.22.

³ - محمد محمد الداغر، مرجع سابق، ص104.

3- خصائص السندات:

تتميز السندات بخصائص متعددة، ويمكن ذكر أهمها في النقاط التالية:

أ- تعتبر السندات أداة مديونية ذات دخل ثابت، حيث تدر عوائد سنوية ثابتة في صورة كوبونات التي تمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، ويكون المقترض مجبرا على دفعها مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية سواء حققت أرباح أو خسائر.¹

ب- يعتبر السند ورقة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية كالتظهر والمناولة بحسب الشكل الذي يتخذه، ويجب أن تقيد السندات في بورصة الأوراق المالية حتى تستفيد من الإعفاءات الضريبية المقررة للأوراق المالية المسجلة في السوق الثانوي.²

ج- تستحق السندات بحلول أجل محدد مسبقا في شهاداته، ويلعب تاريخ الاستحقاق دور كبير في تحديد سعر الفائدة (الكوبون) وكذلك في تحديد سعره السوقى، وفي الغالب الأعم يتراوح استحقاق السند ما بين 5 إلى 30 سنة.³

د- إن شهادة إصدار السند لا بد أن تحتوي على كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالمكتبتين فيها، حتى تضمن لهم حقوقهم وتطمئنهم على مدخراهم، حيث تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، وعدد السندات المصدرة، وكذا الضمانات الممنوحة للمكتبتين مقابل شرائهم لهذه السندات، بالإضافة إلى ذكر المبلغ المدفوع مقابل الحصول على هذه السندات والذي يكون عادة مساويا للقيمة الاسمية، لكن يمكن أن تباع السندات بأسعار أقل من القيمة الاسمية لها وذلك تشجيعا للمستثمرين للاكتتاب فيها، ويعرف هذا الفرق بين سعر البيع والقيمة بعلاوة الإصدار كما قد تدفع قيمة السندات بسعر أعلى من القيمة الاسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.⁴

هـ- يترتب عن الاستثمار في السندات مخاطر ائتمانية عديدة خاصة فيما يتعلق بقدرة الهيئة المصدرة بالإيفاء بالتزاماتها اتجاه الدائنين وبالأخص في حالة طول فترة التسديد، وتختلف درجة المخاطر الائتمانية باختلاف الجهة المصدرة للسند، فالسند الحكومي يعد ذو ضمان عالي وتقريبا خالي من المخاطر قياسا بالسندات التي تصدرها الشركات التي هي الأخرى تختلف فيما بينها درجة المخاطرة، نظرا لاختلاف المركز المالي والائتماني من شركة إلى أخرى.⁵

و- إمكانية تحويل السندات إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها في ذلك، حيث تنص شهادة السند أحيانا على شرط تحويله إلى أسهم عادية بسعر محدد يسمى سعر التحويل وخلال مدة محددة. تحقق خاصية التحويل مزايا لكل من الجهة المصدرة للسند و المستثمر فيها، فالشركات تستفيد من التكلفة المنخفضة للأوراق المالية القابلة للتحويل

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص86.

² - سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص127.

³ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص99.

⁴ - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص49.

⁵ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، نفس المرجع، ص88.

مقارنة بأوراق مالية مماثلة غير قابلة للتحويل نظرا لكون معدل الفائدة المطبق على السندات القابلة للتحويل لأسهم عادية منخفض نسبيا وهذا ما يؤدي إلى تدني متوسط تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة، أما بالنسبة للمستثمر فهي توفر له ميزة هجومية ودفاعية في آن واحد، إذ توفر له فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع سعر السهم بأعلى من سعر التحويل، من جانب آخر فهي تحمي المكتتب فيها من تكبد خسائر رأسمالية في حالة انخفاض سعر السهم في السوق بأقل من سعر التحويل بحيث يبقى المستثمر محتفظا بالسند.¹

إلا أنه لا تخلو خاصية التحويل من عيوب ومساوئ تمس مصالح حامل السند والهيئة المصدرة على حد سواء فبالنسبة للمستثمر عملية تحويل السندات إلى أسهم عادية يترتب عليها زيادة هذه الأخيرة و هذا ما يعرض المساهمين القدامى لمخاطر انخفاض الربحية وكذا تدني القيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها رغم انه يمكن تعويض هذا النقص في الربحية نتيجة زوال الفوائد التي كانت توزع على حملة السندات التي تم تحويلها إلى أسهم عادية، ولا تقتصر عيوب السند القابل للتحويل على هذه المخاطر فقط إذ هناك أيضا مخاطر تمويلية تتعلق بالمنشأة، فاحتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي لمستوى يشجع حاملي السندات على التحويل خلال الفترة المتوقعة، قد يترجم من قبل المتعاملين في السوق على انه مؤشر على انخفاض أداء المنشأة، الشيء الذي قد يؤثر سلبا على قدرة المنشأة في توفير موارد مالية إضافية في المستقبل.²

ز- إن سمة قابلية الاستدعاء تعطي الحق للهيئة المصدرة للسند باسترداده قبل تاريخ استحقاقه إذا نصت الاتفاقية على ذلك، وقد يكون الاستدعاء مطلق أو محدد؛ بموجبه يحدد تاريخ الاستدعاء انطلاقا من تاريخ الإصدار ويلعب الاستدعاء ومدته دورا كبيرا في تحديد معدل الفائدة على السند، إذ أن الفائدة تكون مرتفعة نسبيا في السندات القابلة للاستدعاء وهي الأخرى تختلف باختلاف مدة الاستدعاء. عادة تستدعى السندات بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء تكون مرتفعة نسبيا في السنة الأولى وتتناقص هذه العلاوة سنويا وبنسبة ثابتة مساوية إلى (مبلغ الفائدة السنوي/ مدة السند) فمثلا إذا كان سند قابل للاستدعاء قيمته الاسمية 3000 دينار وبفترة استحقاق تقدر 10 سنوات وبفائدة سنوية تقدر بـ 10%، فعلاوة الاستدعاء للسنوات الثلاث الأولى تكون على النحو التالي:³

- السنة الأولى: علاوة الاستدعاء هي: $3000 \times 10\% = 300$ دينار.
- السنة الثانية: علاوة الاستدعاء هي: $300 - (300/10) = 270$ دينار.
- السنة الثالثة: علاوة الاستدعاء هي: $270 - (270/10) = 246$ دينار.

¹ - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص111.

² - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، ص48-49.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص88.

4-التصنيفات المختلفة للسندات:

تتميز السندات بكثرة أنواعها واختلاف تقسيماتها مقارنة بالأوراق المالية الأخرى المتداولة في البورصة، حيث يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة وحسب المعايير المستعملة في التصنيف، إذ تقسم على أساس شكل الإصدار إلى سندات اسمية وسندات لحاملها، وتقسّم حسب الجهة المصدرة إلى سندات الشركات وسندات الحكومية، كما يمكن تقسيمها على أساس الضمان الذي يتمتع به حملة السندات إلى سندات مضمونة وسندات غير مضمونة وإلى غيرها من التصنيفات العديدة، ونظرا لهذا العدد الهائل من الأنواع قمنا بتصنيف وتقسيم السندات حسب المعايير الأهم مع التركيز على السندات الأكثر استعمالا و تداولاً في البورصة والمتمثلة فيما يلي:

4-1-1- تصنيف السندات على أساس شكل الإصدار (حسب ملكية السند):

وتصنف السندات حسب هذا المعيار إلى:

4-1-1-1- سندات لحاملها (Bearer Bonds):

هي ورقة مالية لا تصدر باسم المستثمر الممتلك لها حيث لا يحمل الصك اسم صاحبه، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل الملكية لدى جهة الإصدار، ويعد السند لحامله قابل للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفائدة، وعند انتهاء مدة السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية، وتعتبر هذه السندات ذات مخاطر عالية خاصة في حالة فقدانها أو تعرضها للسرقة.¹

4-1-2- السندات الاسمية (Registered Bonds):

وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها على صكوكها وتسجل في سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، وهذا التسجيل يكون إما تسجيلاً كاملاً أو جزئياً، فالتسجيل الكامل يشمل كلا من الدين الأصلي وفائدته فلا تدفع قيمتهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند ويتم التحصيل عن طريق البنك، أما التسجيل الجزئي فيقتصر على أصل الدين فقط أما فيما يخص الفائدة فتكون في شكل كوبونات ترفق بالسند وترفع منه عند استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة كما هو الحال بالنسبة للسندات لحاملها. هذه السندات يترتب عليها مخاطر أقل من السندات لحاملها فهي تتفادى إلى حد ما مخاطر الضياع والسرقة لكن مقابل ذلك تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين.²

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق راس المال، مرجع سابق، ص 32.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 93.

4-2- تصنيف السندات وفقا لما تتمتع به من ضمان:

هناك حسب هذا المعيار نوعين من السندات هما كالتالي:

4-2-1- السندات المضمونة:

توفر السندات المضمونة حماية لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها والتي تتمثل في ممتلكات المؤسسة المصدرة كالعقارات والمعدات أو أوراق مالية في محفظتها أو أية أصول أخرى مادية أو مالية.¹ وتسمى هذه السندات أيضا بسندات الرهن (Mortgage Bonds) فقد تكون سندات الرهن مغلقة أو مفتوحة، ففي حالة الرهن المغلق (Closed End) لا تستطيع الشركة إصدار سندات إضافية مضمونة بنفس الأصول المرهونة من قبل إلا بعد سداد قيمة السندات الأولى وفوائدها بالكامل. أما إذا لم يذكر بوثيقة أو اتفاق الإصدار أن الرهن مغلق، ففي هذه الحالة يكون الرهن مفتوح (Opened End) وهو الذي يسمح للشركة بإصدار سندات إضافية مضمونة بممتلكات المؤسسة مما يوفر لها مرونة في التمويل، لكن هذا بشرط أن لا تزيد القروض الإجمالية للمؤسسة عن 60% من قيمة الممتلكات المضمونة، غير أن في حالة الرهن المفتوح يأتي حملة السندات الجديدة في المرتبة الثانية بمعنى انه لا يحق لهذه الأخيرة الحصول على أي شيء إلا إذا تحصل حملة السندات القديمة على حقوقهم كاملة، وتعتبر السندات التي تتم على أساس الرهن المفتوح الأكثر استعمالا من تلك التي تتم برهن مغلق.²

4-2-2- السندات الغير مضمونة:

هي سندات غير مضمونة بأي أصل من أصول المؤسسة بل أن ضمانها يعتمد على المركز المالي والائتماني للشركة وما تحققه من أرباح، غير انه قد ينص عقد إصدار هذه السندات على بعض البنود لحماية حملة السندات كعدم السماح للشركة بإصدار مثل هذه السندات مرة أخرى أو عدم الاستدانة أكثر أو عدم رهن موجوداتها لمقرضين آخرين.³ ويطلق على هذه السندات أيضا مصطلح السندات العادية (Debentures) فحملة هذه السندات يعتبرون بمثابة دائنين عموميين يستفيدون من حق الأولوية في استيفاء الفوائد من أرباح الشركة بالإضافة إلى حقهم في الدين الأصلي عند إفلاس الشركة أو تصفيتها قبل حملة الأسهم. لكن رغم كل هذه الحقوق المعطاة لحملة السندات العادية فان هذه السندات لا تخلو من سلبيات وعيوب، ففي سندات الدخل التي تعتبر إحدى صور السندات الغير مضمونة يرتبط دفع الفائدة فيها بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي تلك الفوائد الواجب دفعها، و عدم دفع العوائد لا يعني إشهار الإفلاس كما هو الحال في السندات المضمونة بل بالإمكان تأجيل دفع

¹ جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص55.

² فريد وينستون، يوجين برجام، ترجمة عدنان داغستاني، أحمد نبيل عبد الهادي، التمويل الإداري، الجزء الأول، دار المريخ، الرياض، السعودية، بدون سنة نشر، ص649-650.

³ عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص165.

العوائد إلى أن تحقق الشركة الأرباح اللازمة لذلك، وعليه فالاستثمار في هذه السندات يترتب عليه درجة عالية من المخاطر مما يجعل أسعار الفائدة عليها أعلى نسبيا من نظيرتها في السندات المضمونة.¹

4-3- التصنيف حسب معدل الفائدة:

تقسم السندات على أساس معدل الفائدة إلى نوعين أساسيين هما:

4-3-1- سندات ذات فائدة دورية ثابتة (Les Obligations à Taux Fixe):

هي السندات التي تدر عوائد دورية ثابتة على أساس المبلغ المكتتب وهو القيمة الاسمية المدونة على صك السند، فهي تعتبر سندات تقليدية؛ الميزة الوحيدة التي تقدمها للمكتتب هي سعر الفائدة لهذا نجد أن أسعار فائدة هذه السندات مرتفعة نسبيا ويعود هذا الارتفاع أيضا لتعرض هذه السندات لعدة مخاطر:

○ مخاطر تقلبات سعر الفائدة وذلك للعلاقة العكسية بين سعر الفائدة في السوق النقدية وسعر السند.

○ مخاطر التضخم إذ يؤدي ارتفاع الرقم القياسي للأسعار إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسند وكذا العائد المدفوع عليه.²

إن إصدار السندات ذات معدل فائدة ثابت كان مفضلا ومحبا لدى المصدرين خلال الثمانينات وحتى خلال التسعينات، و ذلك في ظل انخفاض أسعار الفائدة و سعي الهيئات المصدرة لحماية أنفسهم من تقلبات أسعار الفائدة، حيث في سنة 1992 كان 99% من إجمالي إصدارات السندات الفرنسية تم بمعدل فائدة ثابت.³

4-3-2- سندات ذات أسعار الفائدة العائمة (المتغيرة) (Les Obligations à Taux Variable):

هي سندات سعر الفائدة عليها غير ثابت ومتذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغييره بالارتفاع والانخفاض يتبع الحالة الاقتصادية لذلك البلد.⁴ ظهر هذا النوع لأول مرة في إيطاليا عام 1970 عندما تم إصدارها لمصلحة الطاقة الكهربائية بضمان من الحكومة الإيطالية، وبعد ذلك انتشر استعماله في مختلف الأقطار، واستحدث هذا النوع من السندات في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة الذي تترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات بشكل ألحق بحاملها خسائر رأسمالية كبيرة ولهذا جاء هذا النوع من السندات من اجل المحافظة على مصالح كل من المنشأة المصدرة لها وكذا جمهور المستثمرين فيها وتحويطهما من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة.⁵

¹ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 104.

² - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، ص 34.

⁴ - Dominique Poincelot, Op cit, P100.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 93.

⁵ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 156.

إن سعر الفائدة على السندات ذات أسعار الفائدة العائمة يتغير كل ثلاث أشهر أو ستة أشهر بحسب تغير معدل الفائدة على الودائع للأجل في سوق اليورو في نفس الفترة، وعادة يحتسب سعر الفائدة العائم على أساس نسبة علاوة تبلغ في الغالب 0.25% فوق سعر الإقراض بين البنوك في سوق لندن (LIBOR). إن المستثمرين في السندات ذات الأسعار المتغيرة غالباً ما يستلمون حداً أدنى من سعر الفائدة وذلك لحماية أنفسهم من الانخفاض الحاد في أسعار الفائدة إلا أن بعض المقترضين (الهيئات المصدرة) يرفضون أحياناً الالتزام بحد أدنى لمعدل الفائدة على سندايم، أما فيما يخص مدة استحقاق هذا النوع من السندات فغالباً ما تمتد ما بين 5 إلى 7 سنوات وتكون مثل هذه السندات غالباً قابلة للاستدعاء بعد سنتين أو ثلاث سنوات من إصدارها، وتتميز السندات ذات الأسعار العائمة أيضاً بتداولها النشط في البورصة.¹

4-4-4- تصنيف السندات حسب جهة الإصدار:

تصنف السندات حسب معيار جهة الإصدار إلى سندات الشركات وسندات حكومية ومثل هذه الأنواع متاحة في جميع الأسواق المالية العالمية.

4-4-1- سندات الشركات (Corporate Bonds):

تصدر هذه السندات من قبل شركات مساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني، وأهم ميزة لسندات الشركات هي أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، بالمقابل فإن من أهم عيوبها أن حاملها أكثر تعرضاً من حاملي السندات الحكومية لما يعرف بمخاطر الائتمان والترتبة عن احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين ودفع الفوائد السنوية، لذلك وبقصد توفير بعض الحماية للمستثمر فيها تصدر هذه السندات في كثير من الأحيان مضمونة بأصول الشركة، كذلك قد يتضمن عقد إصدارها أحياناً شرط التعجيل في سداد الدين وينص على أنه في حالة توقف المؤسسة المصدرة عن دفع قسط الفائدة ولو لمرة واحدة فإنه يستحق حينئذ دفع الدين كاملاً.²

حسب ما سبق قوله فإن درجة مخاطرة هذه السندات ترتبط بتصنيف الائتماني للشركة المصدرة لها وتعتبر الشركات المتميزة بقدرات ائتمانية عالية الأكثر جذباً للمستثمرين للاكتتاب في سندايم، إذن السندات المصدرة من طرف الشركات يمكن أن تصنف و تدرج حسب درجة مخاطرتها وقدرة مصدرها الائتمانية ولكن ليس هناك إلا هاذين المعيارين في التصنيف بل هناك عدة معايير أخرى تدخل في تحديد نوعية السندات،³ والجدول الموالي

¹ - طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص111.

² - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص101.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص91.

يعطي آلية التدرج المعتمدة في الأسواق المالية الخاصة بالسندات و المعدة من قبل المؤسسات المتخصصة في مجال الاستثمار وهما مؤسسة ستاندر اند بور و مؤسسة مودي:

الجدول رقم (03): تدرج سندات الشركات طبقا لستاندر اند بور ومودي

فئة المضاربة		دون المعياري		الدرجة الاستثمارية		النوعية العالية		النوعية المؤسسة
C	Caa	B	Ba	Baa	A	Aa	Aaa	مودي
D	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA	ستاندر اند بور

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 95.

الجدول يوضح من اليمين إلى اليسار فئات السندات التي تبدأ بفئة بدرجة عالية من الحماية والضمان وتنتهي بنوعية ضعيفة الائتمان واحتمالات الإفلاس فيها مرتفعة جدا وذات مخاطر عالية. إن هذا التدرج للسندات يستفيد منه كلا من المستثمر والهيئة المصدرة، فالمستثمر يحدد على أساسه الفئة التي تناسبه وذلك حسب احتياجاته وتطلعاته كما أن التدرج يعتبر بالنسبة للمستثمر كمؤشر على درجة مخاطرة كل نوع من أنواع هذه السندات أما بالنسبة للجهة المصدرة فهذا التصنيف يسمح لها بتحديد التكلفة التي تتحملها عند إصدار السندات.

4-4-2- السندات الحكومية:

تتمثل هذه السندات في صكوك المديونية التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف سحب السيولة الفائضة ومواجهة التضخم وقد تكون لغرض تمويل مشاريع التنمية، تعتبر هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية وحتى الأفراد، نظرا لما تتمتع به من درجة عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة وكذا قابليتها للتحويل بسرعة إلى سيولة بالإضافة إلى تمتعها بالإعفاء الضريبي على الفوائد المدفوعة، لذا يطلق عليها مصطلح الأوراق المالية الخالية من المخاطرة ويعود سبب ذلك أيضا لقدرة الحكومة في تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة.

غالبا ما يكون البنك المركزي والخزينة العمومية هما جهتا الإصدار الرئيسيتين للسندات الحكومية، كما قد تقوم الحكومات المحلية أو حكومات الأقاليم بإصدار هذه السندات، وأحسن مثال على ذلك هي الولايات المتحدة الأمريكية حيث تعتبر أكثر الحكومات في العالم استخداما للقروض خاصة السندات المتوسطة والطويلة الأجل، إذن

تقسم أنواع السندات التي تصدرها الولايات المتحدة حسب جهة الإصدار إلى نوعين: سندات تصدرها الحكومة المركزية وسندات تصدرها الحكومات المحلية.

4-4-2-1- السندات التي تصدرها الحكومة الفيدرالية (المركزية):

يمكن تصنيف السندات التي تصدرها الحكومة المركزية إلى سندات غير قابلة للتداول في السوق المالي محتكرة من طرف وزارة الخزانة والمتمثلة أساسا في السندات الادخارية، والنوع الثاني هي سندات قابلة للتداول في أسواق راس المال تعرف بسندات الخزانة العمومية.

4-4-2-1-1- السندات الادخارية (US Saving Bonds): هي أدوات مديونية تصدرها الخزانة الأمريكية

وهي غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل في البورصة، والسبيل الوحيد لاسترداد قيمتها هو الرجوع للطرف المصدر المتمثل في وزارة الخزانة الأمريكية إذ تعد هذه السندات الإصدار الحكومي الوحيد في الولايات المتحدة الذي لا يتداول سواء في الأسواق المالية المنظمة أو الغير منظمة.¹ إن السندات الادخارية لا تباع إلا للأفراد كما يحدد مبلغ أقصى لقيمة المشتريات من هذه السندات كأن يشترط مثلا في الفرد ألا يشتري أكثر من 10000 دولار من هذه السندات، وتقسم السندات الادخارية بدورها إلى نوعين:²

○ السندات الادخارية المعروفة بالسلسلة (E): حيث لا تدفع الخزانة الفوائد لحملة هذه السندات إلا عند تاريخ الاستحقاق.

○ السندات الادخارية المعروفة بالسلسلة (H): تقوم الخزانة الأمريكية بدفع فوائد حملة هذه السندات كل 6 أشهر وهذه العوائد يكون معدل فائدتها متغير ويرتبط بمعدل الفائدة على نوع آخر من السندات التي تصدرها الخزانة العمومية وذلك بشرط ألا يقل ذلك العائد عن نسبة معينة.

ولتحفيز المستثمرين على الاحتفاظ بالسندات لأطول مدة ممكنة، يوضع هيكل لقيمة الاسترداد يزداد فيه معدل الفائدة كلما طالت فترة الاحتفاظ بالسندات، كما يمكن لحامل السندات الادخارية قبل تاريخ الاستحقاق إرجاعها للخزانة العمومية واسترجاع أمواله المدخرة بها وذلك وفقا لإجراءات محددة مسبقا.³

4-4-2-1-2- سندات الخزانة العمومية (US Treasury Bonds):

هي سندات قابلة للتداول في البورصة إذ بإمكان حملة هذه السندات تحويلها إلى سيولة قبل تاريخ استحقاقها من خلال طرحها للبيع مباشرة في السوق الثانوي، وتعتبر سندات الخزانة من الاستثمارات الطويلة الأجل إذ يبلغ تاريخ استحقاقها ما بين 7 إلى 30 سنة وهي قابلة للاستدعاء من طرف الخزانة ببيع وتواريخ محددة مسبقا

¹- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص48.

²- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص63-64.

³- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص43.

والمعروف أن الحكومة تستدعي سنداتها إذا كانت أسعار الفائدة في السوق أقل من تلك التي تدفعها لحملة سنداتها حيث يتم استبدال تلك السندات بأخرى تتميز بسعر فائدة أقل من الأولى، أما في حالة ارتفاع معدلات الفائدة في السوق مقارنة بالتي تدفعها الهيئة المصدرة لحملة السندات فهنا لا يتوقع قيام الخزينة بسحب سنداتها من التداول وبذلك تتراجع عن حقها في الاستدعاء.¹

وعلى الرغم من جاذبية الاستثمار في سندات الخزينة إلا أنه يعاب عليها ضرورة إلزام المستثمر بإضافة عائدته السنوي في إقراره الضريبي على الرغم من أن الفائدة لا تحقق إلا عند تاريخ الاستحقاق الذي يكون ميعاده لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار الضريبي. ومن الجدير بالذكر أيضاً أنه يوجد في الولايات المتحدة نوع من سندات الخزينة يسمى " بالسندات الحكومية ذات الإصدار الخاص " تصدرها وزارة الخزينة الأمريكية، وهي لا تباع للجمهور بل تباع إلى منظمات حكومية لديها أموال ترغب في استثمارها.

ومن تلك المنظمات نجد هيئات التقاعد وهيئات التأمين على الحياة، ومن الإصدارات الخاصة كذلك نجد تلك السندات التي تصدرها هيئات تابعة للحكومة المركزية مثل البنك الفيدرالي لقروض الإسكان وهيئة البريد، وهذه السندات تحمل معدل فائدة أعلى من معدل الفائدة عن سندات مماثلة تصدرها الحكومة المركزية ذاتها، كما قد تباع هذه السندات بخصم وذلك نظراً لكون الهيئات السالفة الذكر تتمتع باستقلالية الشخصية المعنوية مما يترتب عليه احتمال التأخر في سداد قيمة السندات المصدرة و فوائدها في تاريخ الاستحقاق، الشيء الذي يجعل حملة هذه السندات معرضين للمخاطر.²

4-4-2-2- السندات التي تصدرها الحكومات المحلية:

يقصد بالحكومات المحلية المجالس البلدية ومجالس المحافظات والأقاليم والولايات، إذ تلجأ هذه المجالس لإصدار السندات لتمويل أنشطتها المحلية وللقيام بالمشاريع التنموية داخل حدودها الجغرافية.³ تصدر سندات الحكومات المحلية على نوعين حسب شكل الإصدار فالنوع الأول هو سندات حاملها وهي تلك القابلة للتداول في السوق دون الرجوع للهيئة التي أصدرتها، والنوع الثاني هي السندات الاسمية وهي مسجلة باسم صاحبها مما يستوجب على مشتريها العودة إلى الهيئة المصدرة عند إتمام عملية الشراء.

إن هذه السندات يمكن أن تستفيد من إعفاءات ضريبية إذا نص قانون الحكومة المركزية على ذلك غير أن الإعفاء يقتصر فقط على الفوائد المحققة المتمثلة في الكوبونات ولا تعفى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع هذه السندات، فالإعفاء الضريبي يحقق فائدة للطرفين سواء المستثمر أو الهيئة المصدرة، فبالنسبة للمستثمر تعتبر الفائدة

¹ - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 64-65.

² - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 56-57.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 99.

التي يحصل عليها دخلا صافيا غير منقوص منه الضرائب، أما الحكومة المحلية فيمكنها الإعفاء الضريبي من إصدار سندات بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا دون أن يؤدي ذلك إلى الإضرار بالمستثمر طالما أن هذا الانخفاض ستعوضه الوفورات الضريبية.¹

أما في حالة غياب الإعفاء الضريبي على هذه السندات فقد تعتمد الحكومات المحلية لتقديم ضمانات للمستثمرين تتمثل مثلا في التأمين على السندات التي أصدرتها أو ربط إيرادات حكومية معينة لخدمة تلك السندات، وكل هذا يسري في إطار خلق جو من الثقة لدى المكتتبين وكذا لجعل سوق سندات الحكومات المحلية أكثر نشاطا.²

وفي الأخير يمكن الإشارة أن الاستثمار في السندات التي تصدرها الحكومات المحلية ينطوي عليه مخاطر أكبر من تلك التي يتحملها حملة السندات الصادرة عن الحكومة المركزية وتتمثل هذه المخاطر في احتمال عدم قدرة الحكومات المحلية على سداد الديون وفوائدها أو مخاطر تأجيل دفعها، إذ لا يمكن للحكومات المحلية زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار النقود كما أن قدرتها على فرض ضرائب جديدة عادة ما تكون محدودة وذلك على عكس الحكومة الفيدرالية.³

5-مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات:

قبل السبعينات وحتى في بدايتها كانت السندات تعتبر أقل أهمية من الأوراق المالية الأخرى على غرار الأسهم، فحملة السندات آنذاك عددهم منخفض مقارنة بحملة الأسهم و يعود ذلك إلى عدة أسباب وعوامل لكن انطلاقا من منتصف السبعينات شهد سوق السندات انتعاشا ملحوظا في الولايات المتحدة الأمريكية ثم بعد ذلك في سوق السندات الدولية في أوروبا حيث بدأت هذه الأداة المالية تحتل مركزا هاما في المحافظ الاستثمارية وقد زاد من هذا الانتعاش ظهور سندات جديدة مستحدثة تتناسب مع طلبات واحتياجات المستثمرين وتطلعاتهم، ففي الوقت الراهن تصدر السندات بشروط توفر لحاملها مزايا عديدة والمتمثلة أساسا فيما يلي:⁴

أ-ثبات واستمرارية العائد حيث لا بد على الهيئة المصدرة أن تدفع الفوائد الدورية المتمثلة في الكوبونات مهما كانت نتيجة أعمالها سواء حققت أرباح أو تكبدت خسائر، فالشركة ملزمة بدفع مستحقات الدائنين حتى ولو كلفها ذلك حلها وتصفيته، وذلك على عكس حملة الأسهم الذين ليس لهم الحق في توزيعات الأرباح إلا إذا حققت المؤسسة المصدرة أرباحا بالإضافة إلى إقرار مجلس إدارتها من خلال الجمعية العامة بدفع تلك التوزيعات.

1- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 68-69.

2- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 51.

3- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 32.

4- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 116.

ب- تتميز السندات بضمان استرداد المبلغ المستثمر، فهذه الأدوات المالية تصدر غالبا مضمونة بأصل أو عدة أصول تملكها المؤسسة المصدرة، وهذا بالإضافة إلى أولوية حملة السندات في الحصول على موجودات الشركة بعد حلها وتصفيها قبل غيرهم من حملة الأسهم.

ج- تعطي بعض السندات خاصة منها الحكومية امتيازات للمكتتبين فيها متمثلة أساسا في الإعفاءات الضريبية، كما تتميز هذه الأداة المالية بدرجة عالية نسبيا من الأمان، لذا يعتبر سوق السندات جاذبا للمستثمرين الأقل مخاطرة (المتحفظين).

لكن مقابل المزايا المذكورة سابقا والمنجزة وراء الاستثمار في السندات، هناك مخاطر كبيرة يتعرض لها حملة السندات، فهذه المخاطر دور كبير في اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويمكن تبيان أهمها في النقاط التالية:¹

- **مخاطر القوة الشرائية:** الناتجة عن التضخم وأثره على القيمة الاسمية للسند حيث في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها وكلما طال آجال السند تزداد هذه المخاطر، ولتخفيض هذه المخاطر أو للحد منها يجب أن يأخذ المستثمر بعين الاعتبار معدل التضخم المتوقع والتأكد من مدى تغطية الفائدة لمخاطره.

- **مخاطر تقلب أسعار الفائدة:** يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خاصة في فترات التضخم، فالعلاقة عكسية بين القيمة السوقية للسند ومعدلات الفائدة السوقية وعادة تكون السندات الطويلة الأجل الأكثر تعرضا لهذه المخاطر.

- **مخاطر استدعاء السند:** تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سنداتهما في الفترات التي تنخفض فيها الأسعار السوقية للسندات مما يلحق ضررا بحملة السندات ويتمثل في حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية في حالة احتفاظهم بالسندات، لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار للتأكد من تضمنه شروط الحماية من الاستدعاء كذلك عليهم استغلال حق تحويل السندات إلى أسهم عادية في حالة وجوده بطريقة تخدم مصالحهم وتحميهم من مخاطر استدعاء السند.

- **مخاطر الرفع المالي:** باعتبار أن حملة السندات هم دائنو الشركة المصدرة لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة بحيث يكون هناك توازن بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي (الأسهم)، إذ أن الإفراط في إصدار السندات يؤدي إلى كثرة الدائنين وبالتالي التنازع في موجودات الشركة إذا ما تعرضت للتصفية أو للإفلاس، هذا إضافة إلى أن تجاوز نسبة الرفع المالي في الشركة

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص90.

المصدرة للحدود المعقولة يصاحبه غالبا انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها وأسعار السندات الصادرة عنها.

المطلب الرابع: السندات المستحدثة

بالإضافة إلى الأنواع السالفة الذكر، شهد سوق السندات إبداعات وابتكارات في عقد الثمانينات لتوسيع دائرة الخيارات أمام المستثمر، تمثلت في إصدار أنواع عديدة مستحدثة من السندات تختلف سماتها عن سمات السندات التقليدية بصورة أو بأخرى، ونظرا لكثرة عددها سنكتفي بذكر أهمها وتلك التي تعتبر شائعة الاستعمال، وهي كالآتي:

1- السندات الصفرية (Zero Coupon Bonds):

هي عبارة عن سندات لا تسدد عنها فوائد خلال مدة السند حيث تستحق العوائد أو الفوائد على هذه السندات ويتم دفعها بالكامل عند حلول تاريخ استحقاقها وذلك بالإضافة إلى دفع القيمة الأصلية للسند، إذ يتم شراء هذا النوع من السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية فهي تباع بخصم على تلك القيمة ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند والقيمة الاسمية له مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر.¹ تحقق السندات الصفرية ميزة لكلا من المستثمر والمصدر حيث تتيح للمكاتب فيها إمكانية شراء أكبر عدد من السندات المصدرة نتيجة للخصم المقدم على القيمة الاسمية، بالإضافة إلى ذلك فهي تجنب حاملها من مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة بسبب عدم احتوائها على كوبونات، أما فيما يخص المقترض (الجهة المصدرة) فتسمح له هذه السندات من الاحتفاظ بها وبعوائدها السنوية المجمعة لمدة أطول تمتد حتى موعد الاستحقاق.² ولكن على الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تحقيقها أي عند أجال استحقاقها غير أن مصلحة الضرائب تحصل على مستحقاتها السنوية وذلك على أساس معدل العائد السنوي الذي يحسب بناء على معدل العائد الداخلي.³

2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (OCA)

هو سند ذو سعر فائدة ثابت وذو أجال محددة ومعلومة، يعطي لحامله حق الخيار بتحويله إلى أسهم عادية في رأسمال الشركة المقترضة على أساس سعر تحويل يحدد في العادة عند إصدار السند ولقد اشترط المشرع أن يتم التحويل بموافقة صاحب السند.⁴

1- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص56.

2- سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص141.

3- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص24.

4- سيد طه بدوي محمد، نفس المرجع، ص143.

ظهرت السندات القابلة للتحويل إلى أسهم سنة 1969 وتم إصدارها من طرف شركات المساهمة وحتى تلك التي ليست مسجلة في البورصة، حيث تمكن تلك السندات حاملها الذين يعتبرون دائنون من أن يصبحوا مساهمين عاديين، وتعتبر الإجراءات القانونية المتخذة لإصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم هي نفسها المتخذة في حالة رفع رأسمال الشركة. كما ينص القانون الأساسي للشركة على أن قيمة إصدار هذه السندات لا يمكن أن تكون أقل من القيمة الاسمية للأسهم المحولة، كما أن معدلات الفائدة على هذه السندات يجب أن تكون أقل من تلك المطبقة على السندات التقليدية نظرا لامتلاك سندات (OCA) لميزة وحق التبديل والتحويل، وقد شهد السوق الفرنسي إصدار 14.1 مليار فرنك فرنسي من السندات القابلة للتحويل سنة 1989 بعدما كان إجمالي الإصدارات منها حوالي 1.8 مليار فرنك فرنسي سنة 1987¹. وهذا الارتفاع في عدد الإصدارات يعود سببه إلى المزايا التي تقدمها هذه السندات سواء للمكاتب فيها أو بالنسبة للشركة المصدرة، وتمثل هذه المزايا فيما يلي:²

2-1- المزايا المقدمة للمستثمر: تعطي سندات (OCA) لحاملها عائد دوري ثابت بالإضافة إلى إمكانية الاستفادة من ارتفاع سعر السهم المحتمل امتلاكه، حيث إذا كان سعر السهم في السوق أكبر من سعر تسديد السند فيمكن لحامله أن ينفذ حقه في التحويل و بالتالي يصبح مساهما عاديا في نفس الشركة المصدرة للسند وذلك مع تحقيق أرباح رأسمالية جراء هذا التحويل، أما إذا كان السعر السوقي للسهم أقل من السعر المكتتب في السند فان حامل السند من مصلحته أن يحتفظ به إلى تاريخ استحقاقه فيحصل على المبلغ الأصلي المستثمر في السند زيادة على علاوة التسديد.

2-2- المزايا المقدمة للشركة المصدرة: تستفيد الشركات المصدرة من التكاليف المنخفضة نسبيا للتمويل عن طريق إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم وذلك نظرا لان معدل العائد على هذه السندات أقل من معدل الفائدة على السندات التقليدية، كما أن هذه السندات تصدر بقيمة اسمية أكبر من سعر تداولها في السوق، حيث إذا قام حملة السندات القابلة للتحويل بتنفيذ الخيار وتحويل سندا لهم إلى أسهم عادية فان هذه العملية تعتبر فعلا كأنها رفع في رأسمال الشركة المقترضة وهذا يعتبر أفضل لها من أن تصدر أسهم عادية مباشرة.

3- السندات المسددة بواسطة أسهم (ORA):

ظهر هذا النوع من السندات سنة 1985، فخلافا للسندات القابلة للتحويل لأسهم؛ حامل هذه السندات ليس هو من يقرر كيفية تسديد السندات عند تاريخ استحقاقها نقدا أو على شكل أسهم، فالشركة المصدرة تجبر حملة هذه السندات على أن تكون مسددة بأسهمها، فهذه الأسهم تخلق بمجرد إصدار تلك السندات، ففي سنة 1996 أصدرت الشركة الفرنسية BOLLORE سندات مسددة بأسهم، القيمة الاسمية للسند الواحد هي 1180

¹- Paul-Jacques Lehmann, La Bourse de Paris, Op cit. P37-38.

² - Juliette Pilverdier Joanne Hamet, Op cit, P110-111.

فرنك فرنسي وتحمل معدل عائد يقدر 4.25% أقل من معدل الفائدة السوقي آنذاك ويسدد السند في سنة 2002 مقابل سهمين من أسهم الشركة المصدرة حيث قيمة إصدار كل سهم تقدر بحوالي 600 فرنك فرنسي.¹

4-السندات بكوبونات اكتاب في أسهم (OBSA):

ظهرت هذه السندات سنة 1983 وهي عبارة عن سندات مرفقة بكوبونات تعطي هذه الأخيرة لحاملها الحق في الاكتاب في أسهم الشركة المصدرة وفقا للشروط والآجال المحددة في عقد الإصدار، أما فيما يخص سعر إصدارها فهو يتضمن كلا من سعر السندات بالإضافة إلى سعر الكوبونات، مع الإشارة أن هذه الكوبونات يمكن تداولها في السوق الثانوي بمجرد فصلها عن السندات الأصلية.²

5-سندات بكوبونات اكتاب في السندات (OBSO):

أنشأت سنة 1981 وهي عبارة عن سندات مرفقة بكوبونات تسمح بالاكتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا،³ بمعنى انه يرفق بكل سند كوبون الذي يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر مدة يتم تحديدها في عقد الإصدار، وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في السوق الثانوي بصورة مستقلة عن السندات المرافقة، ومقابل هذه الميزة المقدمة للمكتتبين فان هذه السندات تصدر بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق.⁴

6-السندات المرتبطة بالمؤشرات (INDEXED BONDS):

يقصد بالسند المرتبط بمؤشر ذلك الذي يرتبط سعر فائدته أو مبلغه الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين، وذلك بهدف حماية مصلحة المكتتبين من انخفاض قيمة سندا تم والحفاظ على القوة الشرائية لقيمة السند حيث أن ارتفاع المستوى العام للأسعار لفترة طويلة والذي يعرف بالتضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسند.⁵ وتتميز هذه المؤشرات بالكثرة والتنوع إذ قد يكون المؤشر هو معدل الإنتاجية، أو متوسط أسعار منتجات الشركة، رقم أعمال الشركة، كما قد تكون السندات مرتبطة بمؤشر أسعار الذهب، وإلى غيرها من المؤشرات التي تسعى كلها إلى المحافظة على القيمة الحقيقية للمبلغ الأصلي المستثمر في السند وكذا إلى توزيع فوائد تتماشى مع المستوى العام للأسعار وهذا ما يؤدي إلى تحفيز المستثمرين على توظيف أموالهم في الاستثمار في مثل هذه السندات.⁶

³ - Olivier Picon, Op cit. P75.

¹ - Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op cit, P111.

² - Dominique Poincelot, Op cit, P104.

⁴ - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثان، مرجع سابق، ص54.

⁵ - نفس المرجع، ص59-60.

⁶ - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، ص35.

ففي فرنسا لعبت بعض الإصدارات المرتبطة بمؤشرات دورا هاما وكبيرا في كتابة تاريخ البورصة الفرنسية ما بعد الحرب العالمية الثانية، والتي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- إصدار سندات الصندوق الوطني للطاقة (CNE) المرتبطة بمؤشر رقم أعمال الشركة العمومية الفرنسية للكهرباء والغاز (EDF-GDF) سنة 1945، إذ شهدت عوائدها السنوية ومبلغ تسديد السندات وأسعارها في السوق الثانوي معدلات خيالية، حيث بعد 40 سنة من إصدارها زادت قيمة السندات بمقدار 4500% وهذا ما جعل حملة هذه السندات يتمنون الاحتفاظ بها لمدة أطول تفوق تاريخ استحقاقها.¹

- القرض السندي الذي أصدره وزير المالية الفرنسي (Antonic Pinay) سنة 1952 والذي سمي باسمه قرض Pinay وهو المرتبط بمؤشر أسعار القطع الذهبية التي قيمتها 20 فرنك (نابليون)، أصدرت من اجل منح الثقة للمدخرين خاصة بعد فترات التضخم التي شهدتها أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية.²

- القرض السندي الحكومي المصدر سنة 1973 من طرف وزير المالية آنذاك Valéry Giscard d'Estaing والذي سمي باسمه قرض Giscard والذي بلغت قيمته الإجمالية 6.5 مليار فرنك فرنسي وذلك على أساس معدل فائدة أولي يقدر بـ 7%، حيث كان المبلغ الأصلي لهذا السند ومعدل عائدته مرتبطان بسبائك الذهب الخالص. وفي 18 جانفي 1988 قامت الدولة بتسديد القرض بمبلغ أكبر بكثير من المبلغ الإجمالي للاكتتاب قدر بـ 54 مليار فرنك فرنسي، إذ اعتبر هذا القرض السندي آنذاك عبئا كبيرا على الحكومة الفرنسية ولذا سمي بهدية Giscard.³

7-السندات الرديئة (Junk Bonds):

هي سندات متواضعة الجودة؛ حديثة النشأة ظهرت في نهاية السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية بغرض تمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأسمال الشركة المصدرة، كما يتم أيضا استخدام الأموال المتأتية عن بيع هذه السندات في تمويل شراء أسهم متعثرة أو من اجل الاندماج مع شركة أخرى. وينطوي الاستثمار في هذه السندات على مخاطر كبيرة نظرا للزيادة الكبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة مما يجعل معدل العائد عليها مرتفع ليعوض المستثمر عن هذه المخاطر.⁴ وتعتبر السندات الرديئة عادة جاذبة للمضاربين، كونها خاضعة لاحتمالات الفشل كما هي أيضا خاضعة لاحتمالات النجاح.⁵

¹ - Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Op cit, P108.

² - Olivier Picon, Op cit. P.55.

³ - Juliette Pilverdier Joanne Hamet, Ibid, P109.

⁴ - عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص166.

⁵ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص94.

8-سندات ذات الدخل:

تتميز هذه السندات بان فوائدها المحددة في عقد الإصدار لا تدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة أرباحا وبذلك فهي تتماشى واحتياجات البنوك الإسلامية، حيث من الناحية التاريخية نجد أن السندات ذات الدخل كانت تصدر عندما تواجه الشركة صعوبات مالية، وفي حالة أن ماضيها يوضح أنها قد لا تستطيع تحمل التزامات ثابتة بمستوى كبير في المستقبل، لكن على عكس ما سبق قوله فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على فوائد السنة التي لم يتحقق فيها أرباح من خلال الاقتطاع من أرباح سنوات لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام الشركة المصدرة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عند حلول تاريخ استحقاقها، بالإضافة إلى إمكانية تحويل حملة هذه السندات ديونهم إلى أسهم عادية.¹

إن السندات ذات الدخل تشبه إلى حد ما الأسهم الممتازة باعتبار أن عدم سداد المؤسسة المصدرة للفوائد السنوية لا يعتبر عجزاً أو تقصيراً منها، إلا أن السندات ذات الدخل لها ميزة إضافية عن الأسهم الممتازة والمتمثلة في أن فوائدها قابلة للاقتطاع كمصاريف عند احتساب ضريبة الدخل للشركة وهذا ما يحقق لها وفرة ضريبية.²

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص38.

² - فريد وينستون، يوجين برجام، ترجمة عدنان داغستاني، أحمد نبيل عبد الهادي، التمويل الإداري، مرجع سابق، ص655.

خلاصة الفصل:

تشير العديد من الدلائل على أن السوق المالي يقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ يؤدي دورا بارزا مهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز فهو يمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال، كما يمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل التنمية.

تداول في السوق المالي عدة أنواع من الأوراق المالية. نجد في السوق المالي الأوراق المالية الأساسية التي تتداول في السوق الحاضرة والمتمثلة أساسا في الأسهم والسندات. فالسهم هو ملكية في رأس مال الشركة له عدة خصائص (الأسهم: متساوية القيمة في الإصدار الواحد، عددها محدد في القانون الأساسي للشركة، قابلة للاشتقاق والتداول ويكسب حاملها صفة شريك ولها قيمة اسمية، قيمة اصدار، قيمة دفترية وقيمة سوقية، يتم تصنيفها وفق عدة معايير من بينها الأسهم العادية والأسهم الممتازة...). أما السند فهو دين على ذمة الشركة، والتي هي ملزمة بتسديده مع الفوائد المترتبة عليه، للسند عدة خصائص: (قابل للاستدعاء، قابل للتحويل إلى أسهم عادية، صاحبه له الأولوية في حالة تصفية الشركة...).

كما نجد أيضا في السوق المالي الأوراق المالية المشتقة (المشتقات المالية: العقود الآجلة، العقود المستقبلية عقود الخيارات، عقود المبادلة...)، والتي تتداول في الأسواق الآجلة، وهذا ما سوف نتطرق إليها في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

مكانة عقود الخيارات بين

المشتقات المالية

مقدمة:

تعتبر عقود الخيارات المالية إحدى أنواع عقود المشتقات المالية، ولقد تزايدت أهمية هذه العقود على مدار العقدين الأخيرين من القرن الماضي بسبب التطورات الكبيرة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال الدولية، والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة زادت عمقا واتساعا.

كما قد ساهمت التغيرات الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل وما صاحبها من تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية إلى زيادة الحاجة إلى ابتكار أدوات مالية حديثة على غرار الخيارات والمبادلات والمستقبليات. هذه الأدوات الاستثمارية سهلت عملية نقل وتوزيع المخاطر، فتعاظمت أدوارها فيما يخص التحوط والمضاربة، كما وفرت المرونة والسيولة للمتعاملين في السوق المالي. كل هذا أدى إلى تحسين أداء السوق المالي بصفة عامة.

وعليه فسيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: المشتقات المالية

المبحث الثاني: الإطار الأساسي لعقود الخيار

المبحث الثالث: أسس تقييم عقود الخيارات، استراتيجياتها ونماذجها

المبحث الأول: المشتقات المالية

تنقسم الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال إلى مجموعتين: أوراق مالية أساسية وأوراق مالية مشتقة، حيث تتمثل هذه الأخيرة أساساً في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلات إضافة إلى عقود الخيارات التي هي موضوع دراستنا، وكما يدل عليها اسمها فإن وجود تلك العقود وكذا قيمتها السوقية تشتق أو توفق كلية على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في السوق الحاضر. لقد شهدت السبعينات ثورة في عقود المشتقات حيث بعدما كانت معظمها تتداول أسواق غير منظمة أصبحت هذه الأدوات المالية المستحدثة أكثر تنوعاً واستعمالاً خاصة مع تداول عقود الخيارات في الأسواق المنظمة.

ويتناول هذا المبحث المطالب التالية:

المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية.

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية.

المطلب الثالث: المتعاملون في سوق المشتقات المالية.

المطلب الرابع: أهمية استخدام المشتقات المالية.

المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات الاستثمارية الحديثة والمتنوعة، حيث سميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالسهم والسندات والعملات الأجنبية والمعادن النفيسة وغيرها. كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، وتعد المشتقات عقوداً مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية (Out of balance) وتضم الأدوات المشتقة مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها وأن هذه الأدوات ترتبط بعلاقة طردية مع درجة تعقد طبيعتها لكونها أساسية أو بسيطة¹.

وقد بدأ التعامل في الأدوات المشتقة مطلع السبعينات في البورصات المنظمة الأمريكية، وفي بريطانيا ثم افتتاح سوق الخيارات في لندن (LTOM*) في أبريل 1978. ويلاحظ في الوقت الحالي أنه يوجد اتجاه واضح نحو ترابط البورصات الأوروبية والتعاون فيما بينها وبين الأسواق الآسيوية، كما أن هناك مفاوضات بشأن تدعيم التعاون بين هذه الأسواق المالية الأوروبية والآسيوية من ناحية، ونظيرتها في أمريكا الشمالية من ناحية أخرى. لا شك في أن تدعيم التعاون بين الأسواق المالية بما يتضمنه ذلك من إقامة شبكة اتصالات إلكترونية فيما بينها سوف يساهم في الحد من التقلبات التي قد تتعرض لها تلك الأسواق. كما أنه سوف يساعد على تحسين الأداء المالي على المستوى العالمي².

ولتوضيح أكثر لمفهوم المشتقات سوف نتعرض لجملة من التعريفات:

¹ - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري محاسبي) دار طيبة، القاهرة، مصر، 2004، ص 95.

* - LTOM: London Trade Option Market.

² - طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 465-466.

محمود محمد الداغر عرفها على أنها: عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد كالأسهم، السندات، وكذلك سلع وعمليات أجنبية وغيرها وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد. هذا وتعرف المشتقات أيضا بمصطلح مطالبات محتملة¹ (Claims contingent).

بينما عرفت المجموعة الاستثمارية لنظم المحاسبة القومية (GSNA*) المشتقات على الوجه التالي: المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة. والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فهي تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشتمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة².

وقد عرفها عدنان الهندي بأنها: عقود مالية تتعلق بفترات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها³.

أما التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي (IMF) فهو تعريف بنك التسويات الدولية** Bis وهو أحد المؤسسات التابعة للصندوق. جاء التعريف على النحو التالي: المشتقات المالية هي 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 يصبح أمرا غير ضروري⁴.

إن ما يمكن قوله عن عقود المشتقات وما يمكن أن يستنتج أنها عقود لاحقة التنفيذ، ولا تنتهي في أغلب الأحيان بتسليم الأصل، وإنما تنتهي عادة بحصول أحد الطرفين على فروق الأسعار. فالعقد في الحقيقة لا يقتضي تملك ولا تملك ولا تسليم أو تسلم، وإنما هي مضاربة من جانب الطرفين على محض اتجاهات الأسعار وفق معطيات مختلفة. وهذا ما ذهب إليه بعض الكتاب إلى قول أن المشتقات المالية جانب من المراهنة على أداء ورقة مالية واحدة أو حزمة من الأوراق المالية.

¹ - محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص124.

* - GSNA: group system national accounting.

² - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص60.

³ - عدنان الهندي، الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، 1996، ص15.

** - Bis: Bank of International Settlements.

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان، نفس المرجع، ص59.

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية.

تنقسم الأدوات المالية المشتقة إلى أربع أنواع، وباعتبار أنه سوف يتم التطرق إلى عقود الخيار بالتفصيل لاحقاً، فعليه ستعرض في هذا المطلب إلى العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

1- العقود الآجلة (Forward): يرجع تاريخ العقود الآجلة إلى قرون ماضية. لكن ارجع الكتاب البروز الحقيقي للعقود الآجلة إلى الأربعينيات من القرن التاسع عشر. حيث قامت مجموعة اثنين وثمانين من رجال الأعمال في شيكاغو بإنشاء سوق يحدد هدفين: الهدف الأول هو إنشاء سوق مركزي يلتقي فيه البائعين والمشتريين بما يتيح لكافة الأطراف معرفة ما يدور بداخل السوق وبما يضمن معاملة متماثلة وتسعير عادل للأصول المتداولة. أما الهدف الثاني فهو توفير كافة المعلومات عن المحاصيل وإتاحتها لكل المتعاملين. إضافة إلى تحديد مستويات نمطية للجودة حتى يسهل التعامل بين البائعين والمشتريين. وقد تحققت تلك الأهداف وأنشئت بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT)* في عام 1848.

ومع قيام البورصة أصبح من الممكن للتجار إبرام عقود مع المزارعين تتضمن أركان أساسية في مقدمتها تاريخ التسليم، ومستوى جودة الأصل، السعر، ومكان التسليم. لقد ساهمت تلك العقود في تخفيف حدة اضطراب المزارعين لبيع المحاصيل خلال مواسم الحصاد بأسعار قد تكون شديدة التدني بسبب وفرة المحصول وعدم توفر إمكانيات التخزين، ذلك أنه أصبح بالإمكان البيع والشراء طوال السنة بمقتضى عقود بتواريخ تسليم متبادلة ومتفق عليها، وهكذا كان الظهور الأول للعقود الآجلة.

ومن خلال استعراض لمحة عن تاريخ العقود الآجلة، يمكن الفهم أنه بمقتضى العقد الأجل يتفق الطرفان (مشتري وبائع) على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، وفي تاريخ معين وبسعر تعاقد متفق عليه. والعقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية لكنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الأجل مركزاً طويلاً (longPosition) ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى سعر التسليم. أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً (ShortPosition) ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وبسعر التسليم نفسه وتتم تسوية العقد عند استحقاقه حيث يقوم صاحب المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى المشتري مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم. علماً أن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل، لكن عادة تكون التسوية على أساس الفروق بين السعر المتفق عليه وسعر السوق وليس عن طريق تسليم الأصل المتفق. وتكون قيمة العقد الأجل صفر عند إبرامه، ثم يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب تحركات سعر الأصل السوقية، فإذا ارتفع سعر السوق إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري سيحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، بينما يعني هبوط السعر إلى أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد أن المشتري سوف يخسر أما البائع فسيحقق مكاسب لأن الأصل سوف يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية.

* - CBOT: Chicago Board Of Trade.

ويمكن تشخيص بعض خصائص العقود الآجلة فيما يلي:

- إن إبرام العقد يتوقف على القدرة التفاوضية بين مشتري و بائع العقد، فهو يتمتع بمرونة لأطراف التعاقد.
- تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من:

○ مخاطر الائتمان (CreditRisks).

○ مخاطر العجز عن السداد (DefaultRisks) وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد عن الوفاء بالتزاماته مثل عدم قدرة المشتري على تدبير النقدية لشراء الأصل أو حالة عجز البائع عن التسليم.

- صعوبة التسييل مقارنة بالعقود إذ أن في إنهاء الاتفاق تتطلب تواجد شخص أو طرف يحل محل أحد الأطراف مع شرط قبول نصوص العقد.

- العقود الآجلة عقود خطية بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود هي في حدود التغيير في قيمة الأصول المتعاقد عليها، إذ يؤدي تحقيق مكاسب لطرف ما إلى تكبد الطرف الآخر نفس قيمة الخسائر.

ولإيصال فكرة جيدة للقارئ حول العقود الآجلة سنفترض المثال التالي:

لنفترض ان مستورد جزائري مطلوب منه دفعة مالية لمصدر صيني مقدارها 1 مليون دولار في سبتمبر 2009 وتحسب لأي تغير كبير في أسار الصرف الذي قد يؤثر على قدرته في تسعير بضاعته فان سيقوم بشراء عقد اجل يتضمن استلامه 1 مليون دولار في 30 سبتمبر 2009، ويدفع المستورد مقابل ذلك مبلغا جزئيا يسمى الهامش، وفي التاريخ المحدد للاستلام يقوم بدفع باقي المبلغ ويستلم مليون دولار على أساس السعر المتفق عليه، هذا بغض النظر عن سعر الدولار الفعلي في 30/09/2009، فان كان السعر المتفق عليه 70 دينار/دولار، أما إذا كان السعر السوقي 65 دينار/ دولار في سبتمبر، فسوف يكون المستورد ملزما أيضا بشراء 1 مليون دولار على أساس 70 دينار/ دولار ولإشارة أن هذا السوق ليس مقتصر على المستوردين فقط، فيمكن للمستثمرين أو المضاربين التعامل به. ويحتوي السوق على مخاطر عالية، فتغير السعر من 70 إلى 75 يعني تحقيق المستورد لربح كلي يساوي $5 \times 1000.00 = 5$ مليون دينار. وهذا الربح قد حققه مع العلم أنه دفع هامش مبدئي قدره 7 مليون دينار. بمعنى أن نسبة العائد تساوي $7/5 = 71\%$. والمتعامل في هذا السوق بعد دفعه للهامش المبدئي ليس من الضروري أن يكون لديه باقي المبلغ لأن التسوية في معظم الحالات لا تتم بالاستلام والتسليم وإنما هي عبارة عن تسوية نقدية تحسب على أساس فروق الأسعار.

2- عقود المستقبلات (Futurs): لقد جاءت عقود المستقبلات تكملة للنقائص التي وقعت فيها العقود الآجلة بل وتطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها أو وجد تقنيات قيام العقود المستقبلية¹. حيث كما ذكرنا سالفا فيما يخص العقود الآجلة على المحاصيل الزراعية كانت هناك بعض الاختلالات والثغرات في المعاملات كتراجع أحد الطرفين عن التزاماته اتجاه الطرف الآخر، ففي فترات الحصاد حينما يكون المحصول وفيرا كان بعض التجار

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 135.

يتراجعون عن تنفيذ العقد نظرا لكون السعر المحدد في العقد أعلى من السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، كما كان المزارعون يتراجعون عن التنفيذ عندما يكون السعر في السوق الحاضر أعلى من سعر العقد. ولعلاج تلك الظاهرة نما اتجاه مؤيد بأن يودع كل طرف مبلغ من المال لدى طرف ثالث لإثبات حسن النية، وأطلق عليها مصطلح أموال الهامش والتي كانت نواة لنظام الهامش (Margin System) المعمول به الآن في أسواق العقود المستقبلية.

في ظل هذا التطور المتمثل في وضع الأساس لتنميط العقود أعاد المضاربون شراء المحاصيل في مواسم الحصاد لغرض إعادة بيعها بسعر أعلى في تاريخ لاحق، غير أنهم وجدوا من الأفضل لهم من كافة النواحي شراء وبيع العقود بدلا من شراء وبيع المحصول ذاته، وهكذا وفر المضاربون السيولة لسوق العقود، ومكنوا المزارعين والتجار من تغطية مراكزهم ضد التغيرات السعرية¹. وعلى هذا الأساس تعتبر المستقبلات عقود قانونية (رسمية) يتم ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهد التسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية ثم الاتفاق عليها من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم².

إذن فالعقد المستقبلي هو عقد نمطي لتبادل أصول محددة وبكميات محددة وفي تاريخ استحقاق محدد في المستقبل على أن يتم ذلك من خلال بورصة، إذ توجد أربع أنواع لعقود نمطية تتداول في البورصة وتستحق التسليم خلال الشهور التالية (مارس، جويلية، سبتمبر، ديسمبر)، وأن شروط العقد وتفاصيله محل للتفاوض وتدار هذه العقود النمطية من خلال البورصة وبتابع طريقة المزاد العلني من خلال تدخل بيت المقاصة في البورصة كوسيط بين طرفي العقد، وتمكن عقود المستقبلات من إزالة المشاكل المتعلقة بكل من السيولة ومخاطر الائتمان المرتبطة بالعقود الآجلة ويتم ذلك من خلال إتباع عدد من النظم التي يتولاها بيت المقاصة عند إدارته لسوق المستقبلات مثل نظام تثبيت السوق، ونظام مدفوعات الهامش، ونظام حد التوقف، حيث يتم تسوية المواقف المترتبة على العقد المستقبلي يوميا، حتى وان ظل العقد مفتوحا، لتفادي التقلبات الشاسعة في الأسعار والفوائد³.

ومن هذا نستخلص أن للعقود المستقبلية سمات وخصائص تتصف بها يمكن جمعها فيما يلي:

- نمطية العقود من حيث الحجم والمدة والصفات.
- هذه العقود قابلة للتداول من خلال السوق الرسمية، وبذلك تحرر المتعاقدين من التزامات التسليم والتسلم لأصل محل التعاقد، فقد تبين في إحدى الدراسات أن أقل من 2% من العقود المذكورة تستمر حتى وقت التسليم دون تعديل أو إلغاء.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سابق، ص 95-97.

² - هوشيار كاكا مولا، مرجع سابق، ص 152.

³ - محمد طه بدوي، مرجع سابق، ص 468.

- إن طرفي هذه العقد غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر، وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية أو المقاصة (ClearingHouse) التي تعمل كمشتريّة أو بائعة دون أن تنافس أي من المشتريين أو البائعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفوع الأرباح وتجميع المدفوعات، وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين، وضمان إنجاز العقود وبكفاءة.
- المتعامل في هذه العقود يودع تأمين يعرف بالهامش المبدئي الأولي، حيث لا يتجاوز هذا المبلغ 20% من القيمة الكلية للعقد، يتم إيداعه لدى بيت التصفية كضمان لإيفاء الأطراف بالتزاماتهم.
- توصف العقود المستقبلية جميعها بأنها (Market To Market). بمعنى أنها تخضع للتسوية اليومية، فيتم تعديل ثمن التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.
- هذا وتعتبر العقود المستقبلية متعددة ومتشعبة ومن الصعب حصرها، ويكفي للتدليل على ذلك أن نحو مائة نوع من أنواع العقود المستقبلية يجري التعامل عليها في بورصات العقود المستقبلية في الولايات المتحدة، كما أنها تتداول على العديد من السلع والمعادن والأوراق المالية، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي¹:
- ◆ الحبوب والزيوت: القمح، الذرة، الفول وزيت الصويا، الشعير وغيرها؛
- ◆ الماشية واللحوم: الأبقار، الغنم، الخنازير.....؛
- ◆ القطن والخشب؛
- ◆ الزيوت الصناعية: البترين، النفط الخام، الغاز الطبيعي وغيرها؛
- ◆ المعادن: الذهب، الفضة، النحاس، البلاتين....
- بالإضافة إلى السلع والمعادن يوجد العديد من الأدوات المالية التي تتم عليها المستقبلات وأهمها:
- ◆ أسعار الفائدة، أذونات الخزينة، سندات الخزينة؛
- ◆ العملات الأجنبية: اليورو، الدولار، الين، الجنيه الإسترليني.....
- ◆ مؤشرات الأسهم: مؤشر SP500، المؤشر المركب لسوق نيويورك (NYSECompositeIndex) وغيرها. إن التعامل في العقود المستقبلية في الولايات المتحدة يتم من خلال إحدى عشرة بورصة وباستعمال نظام جلوبكس (Globex) الإلكتروني، أما على المستوى الدولي فهناك العديد من أسواق المستقبلات النشطة كبورصة هونج كونج للعقود المستقبلية (HKFE*) التي أسست عام 1975 وتعاملت في العقود المستقبلية للقطن عام 1977، وتلا ذلك تعاملها في عقود السكر المستقبلية في أواخر نفس العام، كما امتد تعاملها أيضا في فول الصويا سنة 1979 ثم عقود الذهب سنة 1980. وإذا ما تحدثنا عن بورصة طوكيو للعقود المستقبلية (TIFEE**) فقد يستلزم النظر لحداثة نشأتها حيث أسست عام 1989، أما أول العقود

¹- محمد مطر، مرجع سابق، ص271.

*- HKFE: The Hong Kong Futures Exchange

** - TIFEE: The TOKYO International Financial Futures Exchange.

تمت فيها هي عقود أورو/ ين لمدة ثلاثة أشهر، ولقد احتلت هذه العقود المركز الثاني لمركز الصدارة لأنشط العقود على المستوى العالمي في تلك الفترة حيث تجاوز عدد العقود التي تم إنشاؤها 30 مليون عقد سنويا، وتتضاعف نسبة النمو لهذه العقود من عام لأخر¹. أما في فرنسا فقد تم إنشاء السوق الأجل العالمي لفرنسا سنة 1986، وقد بلغ التعامل على هذه السوق نحو 1% من حجم التعامل الكلي الدولي في عقود المستقبلية، والمنبع الرئيسي لهذه السوق هو العقود المستقبلية على أسعار الفائدة طويلة الأجل².

3- عقود المبادلات (Swaps): ويمكن تقسيم هذا الفرع إلى ثلاث نقاط أساسية:

3-1 مفهوم المبادلات: يرجع ظهور عقود المبادلات إلى عام 1970 نتيجة التقلبات الحادة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف خاصة بعد تطبيق معاهدة بروتن وودس³. كما يمكن إرجاع الحاجة في ظهورها إلى تطوير تجار العملة مبادلاتهم وذلك كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية⁴. أما أول عقود مبادلات لأسعار الفائدة فقد تمت في عام 1981 نتيجة اتفاق بين شركة IBM وWordBank ومن ذلك التاريخ تمت هذه الأسواق بسرعة. يوضح الجدول الموالي قيمة عقود المبادلات المتداولة في الأسواق المالية ابتداء من سنة 1987 إلى غاية سنة 1997.

الوحدة بليون دولار

الجدول رقم (04): قيمة عقود المبادلات المتداولة في الأسواق العالمية

السنة	اجمالي عقود مبادلات أسعار الفائدة	اجمالي عقود مبادلات العملات
1987	682.9	182.8
1988	1010.2	316.8
1989	1539.3	434.8
1990	2311.5	577.5
1991	3065.1	807.2
1992	3850.8	860.4
1993	6177.8	899.6
1994	8815.6	914.8
1995	12810.7	1197.4
1996	19170.9	1559.6
1997	22115.4	1584.8

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص214.

و لم يقتصر تعامل عقود المبادلات على الأسواق المنظمة، بل قد ساهمت المبادلات بشكل كبير في الإقبال الواسع على الأسواق الغير منظمة خلال الثمانينات والتسعينات، كما ساهمت في توفير منتجات مالية أكثر سيولة لإدارة المخاطر⁵.

¹- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص211-212.

²- نفس المرجع، ص127.

³- Aimé Scannavino, Les Marchés Financiers Internationaux, Dunod, Paris, 1999, P52-53.

⁴- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص213.

⁵- John Hull, Option, Futures Et Autre Actifs Dérivés, Pearson Education, France, 2004, P673.

ويمكن تعريف عقد المبادلة على أنه اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية تتعلق بقيمة عملات أجنبية أو أسعار فائدة لعملات أجنبية، أو عملات تبادل مركبة معدلات فائدة/عملات أجنبية خلال فترة مستقبلية¹.

وسنطوي مثال على ذلك لتوضيح الأمور فمثلا لنفترض أن المؤسسة (س) تستطيع أن تقترض بفائدة يتغير سعرها عند كل استحقاق وفقا لحركة أسعار الفائدة المستقبلية، وهذا النوع من القروض هو ما يعرف بأنه قرض بسعر معوم والذي يعرض المؤسسة (س) لمخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، ولكي تحمي المؤسسة نفسها من هذه المخاطر، فإنها ترتب مع مؤسسة أخرى أو مصرفا عقدا لتغطية الحد الأعلى لسعر الفائدة، بحيث لا يتجاوز السعر ما هو متفق عليه. كما يمكن للمؤسسة (س) والتي اقترضت بسعر فائدة معوم أن ترتب مع منشأة أخرى مقترضة بسعر فائدة ثابت لتبادل مدفوعات الفائدة، وهذا النوع من الاتفاقيات يطلق عليه "مبادلة"².

وتعرف عقود المبادلات بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ بحيث أن تسوية الأرباح والخسائر لا تتم يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية بل يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية، ...)، وعلى هذا الأساس يطلق على الأرباح والخسائر في عقود المبادلات أنها أرباح أو خسائر ورقية³. كما تتميز عقود المبادلات بأنها ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيارات⁴ ويشار في الأخير إلى أن المبادلات تشكل حاليا ركن هاما من أركان الأدوات المالية الحديثة في أسواق رؤوس الأموال العالمية على الرغم من عدم دقة المعلومات والإحصائيات الخاصة بحكم التعامل في تلك السوق⁵.

3-2- أنواع المبادلات:

تنقسم عقود المبادلات إلى عدة أصناف يمكن ذكرها فيما يلي:

○ عقود المبادلات على أسعار الفائدة: شكل هذا النوع من العقود أكثر المعاملات حجما وتطور في عقود المبادلات، إذا وصل مجموع قيمة الأموال المتعامل بها في المبادلات على أسعار الفائدة 19171 مليار دولار في نهاية سنة 1996 وذلك حسب تقرير صندوق النقد الدولي لسنة 1998⁶. أما فيما يخص مفهومها فهي عبارة عن عقد بين طرفين لتبادل معدلات الفائدة لفترة وعلى مبلغ محدد، وخلال هذه العملية لا يتم تبادل حقيقي للمبلغ المحدد ولكن يستخدم هنا المبلغ كقاعدة لحساب الفوائد، وبالتالي يكون التدفق النقدي الوحيد الناتج عن هذه العملية هو عبارة عن الفوائد الناتجة عن عملية اقتراض وهمية.

¹-Guy Caudamine, Jean Montier, Banques et Marchés Financiers, Economica, Paris, 1998, P404.

²- سمر عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 237.

³- محمد صالح حناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 377.

⁴- محمد صالح حناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر ص 385

⁵-Aimé Scannavino, Op cit, P54.

⁶-I Bid, P56.

ففي عقود أسعار فائدة الفانيليا، يوافق أحد الأطراف الداخلة في المبادلة على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات فائدة عائمة أو متغيرة ويطلق على هذا الطرف Pay-fixed وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخلة في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة ويطلق على هذا الطرف Receive-fixed وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد وتمثل فحوى عقد المبادلة وبتحديد مقدار مدفوعات الفائدة الدورية على أساس مبلغ اعتباري (National principal) وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم فقط كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقا لاتفاقية عقد المبادلة¹.

لتوضيح طريقة مبادلة أسعار الفائدة، دعنا نفترض المثال التالي:

قامت المؤسسة (A) باقتراض مبلغ 100 مليون دولار بسعر فائدة ثابت 7,5% إلا أنها كانت تأمل فيما لو حصلت على هذا القرض بسعر معوم، لذا قامت بالاتصال ببنك (Midland) بحيث أن هذا البنك المذكور يقوم بالإضافة إلى أعماله التقليدية بأعمال الوساطة في المبادلات، وطلبت منه أن يقوم بترتيب مبادلة لمدفوعاتها مع طرف آخر يكون راغبا في سداد مدفوعات الفائدة بسعر ثابت على أن تقوم الشركة (A) بسداد مدفوعات الفائدة بسعر معوم، وبالفعل قام البنك بترتيب المبادلة مع شركة (B) المصدرة لسندات بسعر ليور وهو سعر معوم، بحيث أن الشركة (B) كانت متخوفة من ارتفاع سعر الليور و قبلت عرض بنك ميدلاند الذي يتوافق مع رغبتها في سداد الفائدة بسعر ثابت.

ونظرا لتلاقي الرغبتين وتساوي المقدار الذي يتم على أساسه احتساب الفائدة، والفترات الزمنية للسداد للطرفين هي 10 مارس، 10 جوان، 10 سبتمبر، 10 ديسمبر، والاتفاق على أن السنة هي 360 يوم، فيمكننا تصور إتمام المبادلة كالتالي:

الشركة (A)	الشركة (B)	طبيعة الاقتراض
8,5	9,5	معدل ثابت %
Libor+0,05	Libor+0,2	معدل معوم %

التكلفة الكلية للمبادلة تكون مساوية: $(Libor+0,05)+9,5 = Libor + 9,55$

إذا اتفقت الشركتين على مبدأ اتفاق عقد المبادلة دون التغيير في خصائصه، فإذا الشركة (A) اقترضت بسعر فائدة ثابت وقامت بعملية مبادلة دينها مع الشركة (B) التي اقترضت بسعر فائدة متغير من أجل القيام بعملية مبادلة مع (A)، فإن التكلفة الكلية للمعاملة تكون على النحو التالي:

$$8,5+(Libor+0,2) = Libor + 8,7$$

إذن الفرق بين النسبتين هو $9,55\% - 8,7\% = 0,85\%$ و هو ربح .

لنفترض أن طرفي عقد المبادلة تقاسما الربح فإن المؤسسة (A) تقترض بسعر فائدة معوم يقدر ب:

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 215-216.

$$(\text{Libor}+0,05)-(0,85\%2) = \text{Libor} - 0,37$$

أما المؤسسة (B) فتتعرض بسعر فائدة ثابت يقدر ب: $9,5 - (0,85\%2) = 9,08$

مع الإشارة إلى أن عقود المبادلات على أسعار الفائدة لا تنتهي بتبادل رؤوس الأموال أي بتبادل حقيقي، وإنما التبادل يكون على أساس الفروقات في معدلات الفائدة وفي تاريخ محدد.

○ **عقود مبادلات العملات:** تنشأ عقود مبادلات العملات عامة عند الحاجة لامتلاك طرف ما عملة معينة، في حين يكون مجوزته عملة مختلفة، إذن تنشأ المبادلة عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة للطرف الآخر في المعاملة، وذلك بغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى، وكل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها، وهذه الفوائد المدفوعة يمكن أن تكون إما بأسعار ثابتة أو بأسعار عائمة¹.

ومن الأمور الشائعة، فمثل هذه شركة ما بعملة معينة مع أنها قد تكون في حاجة لعملة غيرها، فمثل هذه الشركة يمكن لها أن تتوجه إلى أحد سماسرة المبادلات (Dealer) الذي يوفق بين هته الشركة وشركة أخرى تحتفظ بمركز عكسي، ويقوم بإعداد الترتيبات اللازمة لتبادل الشركتين للتدفقات النقدية².

وتعتبر عقود مبادلات العملات من نوع الفانيليا السادة (Plainvanilla) من أكثر المبادلات رواجاً وشيوعاً، وهي متمثلة في تبادل كمية معينة من الدولارات الأمريكية بسعر فائدة عائم لبيور لسته أشهر مقابل كمية معينة من عملة أجنبية أخرى وبسعر فائدة ثابت³.

○ **عقود المبادلات السلعية:** استخدم هذا النوع من المبادلات خاصة في مجال الطاقة، ويعزى نمو أسواق المبادلات السلعية الغير رسمية إلى القيود المفروضة على المتحوظين والمضاربين في السوق المنظمة، والتي تنطوي على عملية تنميط غير مرن للعقود التي يجري إنشائها.

وعلى الرغم أن أغلب السلع يتم تسعيرها بالدولار الأمريكي، إلا أن المبادلات السلعية يمكن أن تتاح بعملات أخرى⁴ ويمكن تعريف هذه المبادلات على أنها عبارة عن عقد يقوم من خلاله طرفا العقد بالاتفاق على شراء أو بيع في تاريخ محدد وبسعر محدد لكمية معينة من السلع أو المواد الأولية، وتتم المبادلة عن طريق تبادل للتدفقات بين الطرفين، أي أن المعاملة لا تتم بتسليم حقيقي بل وهمي، ولهذا يتم تسجيل هذه العمليات خارج ميزانية الطرفين⁵.

○ **المبادلات على المؤشرات:** في مثل هذه العقود يلتزم أحد طرفي العقد على دفع عائد على مؤشر معين، في حين يلتزم الطرف الثاني للعقد بدفع معدل فائدة ثابت أو متغير، حيث يستعمل المدراء الماليون هذا النوع من المبادلات كوسيلة لتحويل المخاطر التي يتعرض لها محافظهم المالية وذلك بدون تغيير تركيبة هذه المحافظ في حد ذاتها⁶.

¹- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 221.

²- محمد صالح حناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها - مدخل التحليل الفني والأساسي، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2004-2005، ص 397

³- Aimé Scannavino, Op cit, P62.

⁴- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 257.

⁵- Christophe Chazot, Patrick Claude, les Swaps concepts et applications, 2ème édition, Economica, Paris, 1999, P53.

⁶- John Hull, Op cit, P681-682.

لتوضيح المفهوم نقدم مثال حول عقد مبادلة على مؤشر SP500 بين شركة Microsoft وشركة Intel.

مدفوعات متغيرة	مدفوعات ثابتة	معطيات عامة
الدافع لمعدل الفائدة المتغير: شركة Intel	الدافع للمؤشر: Microsoft	تاريخ الصفقة:
المبلغ الخاضع لمعدل الفائدة المتغير: 100 مليون دولار أمريكي	المؤشر: العائد الإجمالي ل SP500	27 فيفري 2005
معدل الفائدة المتغير: معدل ليبور لستة أشهر بالدولار الأمريكي	مبلغ الدفع: $100 \times (I1 - I0) / I0$	تاريخ بداية التنفيذ:
تاريخ الدفع: 05 سبتمبر و 05 مارس، ابتداء من 05 سبتمبر 2005 حتى 05 مارس 2008	حيث: I0 : يمثل مستوى المؤشر في اللحظة الابتدائية	05 مارس 2005
	I1 : مستوى المؤشر عند تاريخ الدفع	تاريخ انتهاء الصلاحية:
	فيما يخص I0 فهو يمثل مستوى المؤشر في 05 مارس 2005	05 مارس 2008
	تاريخ الدفع (التسديد):	
	في كل 05 سبتمبر و 05 مارس، ابتداء من 05 سبتمبر 2005 حتى 05 مارس 2008	

في هذا المثال، تم مبادلة معدل العائد على مؤشر SP500 لستة أشهر مع معدل الفائدة المتغيرة لـ Libor لستة أشهر، الرأس مال المتفق عليه والمدفوع من كل طرف يمثل 100 مليون دولار، فيما يخص المدفوعات في سداسية، وتكون قيمة عقد المبادلة في بداية حياته مساوية للصفر، وهي كذلك في كل تاريخ يلي مرحلة الدفع أو التسديد.

المطلب الثالث: المتعاملون في سوق المشتقات المالية.

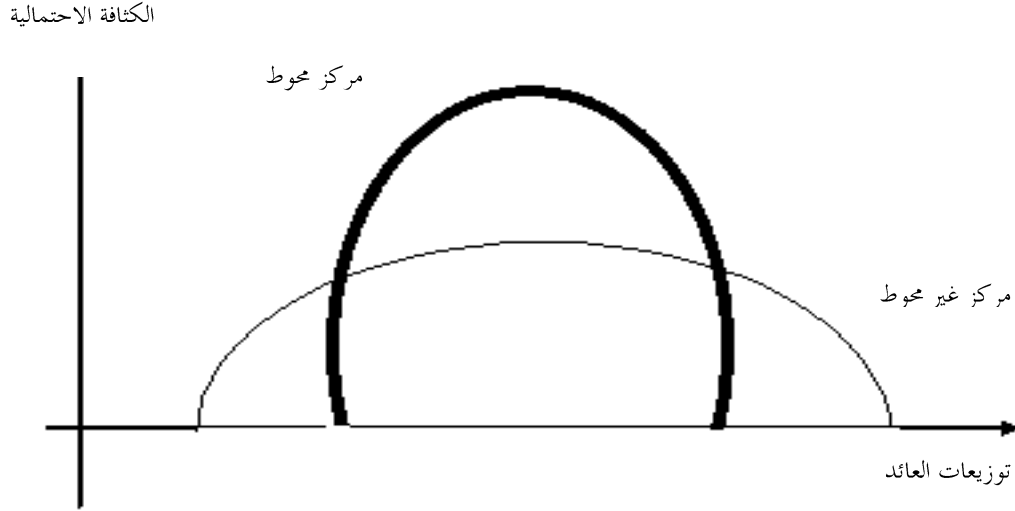
يمكن تصنيف المتعاملين في أسواق المشتقات إلى عدة أصناف، لكن عموماً يمكن تصنيفهم إلى ثلاث أنواع رئيسية متمثلة في: المتحوطون، المضاربين، المراجحين.

1- المتحوطون: يمثل المتحوطون في المستثمرين الذين يلجؤون إلى الأدوات المالية المشتقة للتحوط وللتغطية من مخاطر تقلب أسعار الفائدة والصراف والمواد الأولية وغيرها، وبهدف الإقلال من المخاطرة التي يواجهونها¹ وبغرض تخفيف أعباء التقلبات السعرية الغير ملائمة لنشاطهم يقوم هؤلاء المتحوطون باتخاذ مركز عكسي لذلك المحتفظ به بالفعل بسعر محدد اليوم وهذا شكل من أشكال التأمين، وهكذا يكون المتحوطون قد فضلوا التنازل عن جانب ومقدار من الربح الممكن تحقيقه مقابل نقل جزء من المخاطرة التي يتحملونها إلى أطراف أخرى راغبة في ذلك².

1- Nicolas Chanut, le monep théorie et pratique, Economica, Paris, 1991, P157.

2- جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص189.

الشكل رقم (01): تأثير عملية التحوط على توزيع العائد والمخاطرة



المصدر: جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص189.

وتجدر الإشارة إلى أن معظم العقود اللاحقة التنفيذ تكون على شكل مضاربة أكثر منه أي شيء آخر من أشكال التغطية، إلا أن الدراسات أظهرت أن هدف المستثمرين الأول التغطية وليس المضاربة إذ أن أساس نشأة المشتقات المالية هو غاية تحقيق الحماية ضد مخاطر تقلب الأسعار¹.

2- المضاربون: يتمثل المضاربون في الذين يتحملون مخاطر المتحوظين، وذلك بمواجهة حالات عدم التأكد المستقبلية ومخاوف آجلة مقابل عائد، والذي يعتبر هذا الأخير بالنسبة للمتحوطين تكلفة². ويكون العائد الذي يتحصل عليه المضارب عند إقدامه على عملية مضاربة على أية سلعة أو ورقة مالية (أصل حقيقي أو مالي) ربحا أو خسارة، أي على نتائج محددة مسبقا مهما كان تطور سعر الأصل في السوق الحاضر، في المقابل لن يتعرض المتحوط لخسارة غير متوقعة أي أنه سيقوم بتثبيت النتائج التي سيصل إليها ولكن يكون قد حرم نفسه من أي عائد إضافي³.

3- المراجحون: إن مبدأ المراجعة يمكن توضيحه بمثال بسيط، لنفترض مثلا أن أصل ما متداول في سوقين ماليين مختلفين (سوق باريس ولندن مثلا)، فعندما يلاحظ المراجح (سواء صانع سوق أو متاجر)، أن سعر الأصل أقل تكلفة في بورصة باريس عن لندن، فإنه من المعقول أن يقدم على شراء الأصل من بورصة باريس وإعادة بيعه في لندن، محققا بذلك ربح مقدر بفارق السعرين، والأصل المتعامل عليه يمكن أن يكون سند أو سهم أو عقد خيار مهما كان بشرط أن يكون متداولاً في بورصتين في آن واحد.

¹- Michel Fleuret, Yves Simon, Op cit, P122.

²-Aimé Scannavino, Op cit, P92.

³-Yves Simon, les Marchés à terme d'instruments financiers, Economica, Paris, 1987, P99.

لكن هذه الفرص التي تحال للمراجحين تكون جد ضئيلة وغير دائمة، لأن المراجح من خلال شرائه للأصل من بورصة باريس سوف يؤدي ذلك إلى رفع سعره في تلك البورصة ومن خلال بيعه في بورصة لندن سوف يخفض من ثمنه هناك، وبالتالي سيعيد التوازن للسوقين¹.

واعتبر الكاتب طارق عبد العالي حماد المراجعة كنوع من المضاربة، ويكون محوها تقييد أو تثبيت ربح عدم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المراجعة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي². بينما اعتبر الكاتب Michel Delande أن المراجعة قريبة من حيث المفهوم من عملية المضاربة ولكن في الحقيقة هي تختلف عنها في عدة محاور³:

- تعتبر عمليات المراجعة أقل مخاطرة من عمليات المضاربة؛
- إن عمليات المراجعة مهمة للسير الحسن للسوق المالي وذلك على عكس بعض عمليات المضاربة، وهذا ما اتفق عليه العديد من الكتاب والاقتصاديين؛
- يحقق المراجحون خاصية توحيد السعر التي تعتبر وظيفة اقتصادية أساسية، طالما أن عمليات المراجعة نابعة من عدم تمام السوق، الأمر الذي ينتج عنه اختلاف في أسعار الأصل الواحد، ولهذا فإن وجود مثل هذه العمليات يعمل على خلق الشروط اللازمة لقيام سوق كامل في إطار تنافسي.

المطلب الرابع: أهمية استخدام المشتقات المالية، ومخاطرها

يمنح التعامل بالمشتقات المالية للمستثمرين مزايا في نفس الوقت استخدامها لا يخلو من المخاطر التي تحيط بها، وفي هذا السياق لنحاول التطرق لأهمية الأدوات المالية المشتقة، ثم في نقطة ثانية لأهم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرين فيها.

1-أهمية استخدام المشتقات المالية: لقد شهد العالم خلال السنوات الأخيرة تغيرات حادة وسريعة في سعر الصرف ومعدلات الفائدة لم يعرفها العالم المالي من قبل، فمثلا ما بين 1995 و1996 انخفض معدل الفائدة بالفرنك الفرنسي من 8% إلى 3,5% وما بين جويلية وسبتمبر 1998 انخفضت قيمة مؤشر cac40 بما يقارب 30% في ظل هذا المحيط السائد فمن أهمية المشتقات وازدادت الحاجة لها. ويمكن ذكر أهم المزايا التي تمنحها هذه العقود للأطراف المتعامل بها فيما يلي:

1-1-استخدام المشتقات في إدارة المخاطر: يتم استخدام الأدوات المالية المشتقة بغرض التغطية من مخاطر التغير الحاد في الأسعار وبهدف تقليل تلك المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأصول، حيث من يشتري عاجلا في السوق الحاضرة و يبيع آجلا في السوق المشتقة إنما يلجأ لذلك بغرض تحجيم المخاطرة، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو

¹-Mondher Belallah, Yves simon, Options, contracts à terme et gestion des risques 2ème édition, Economica, Pais, 2003, P33

²- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 32

³- Michel Delande, marché à terme incertitude information équilibre, Economica, 1992, P186-187

الأدوات المشتراة في الأسواق الحاضرة، فإن ذلك يعني بالضرورة على الجانب الآخر انخفاض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حينئذ يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن أقل محققا بذلك كسب (Gain) يعوضه ولو بقدر أقل عن خسارته في السوق الفورية¹.

إذن يتمثل الدور الرئيسي لعقود المشتقات في حماية مستخدميها من تغيرات مستقبلية غير مرغوب فيها في الأسعار، حيث تقدم هته الأدوات للأعوان الذين يرغبون في استخدامها كالمسؤولين الماليين للشركات، ومسيري صناديق الادخار، ومصدري الأوراق المالية وغيرهم فرص للتغطية وبهذا يتفادون الوقوع في حالة عدم التأكد ويقومون بالمقابل بتحويل المخاطر إلى أعوان آخرين أكثر رغبة في تحمل مثل هذه المخاطر، وهذا ما نعتبره أحد ميكانيزمات التأمين².

1-2- اكتشاف السعر (السعر الاستكشافي): تعتبر أسواق المشتقات المالية وسيلة جيدة للحصول على المعلومات عن توقعات المستثمرين للأسعار المستقبلية، ويعتقد الكثير من صغار المستثمرين (الغير محترفين) أن أسعار المشتقات المالية هي نفس الشيء مع الأسعار المتوقع لها أن تسود السوق الفورية في وقت واحد. وعلى الرغم من أن هناك اختلاف في هذا الرأي إلى أن إجماع الاقتصاديين منعقد على أن أسعار الأدوات المالية المشتقة تنطوي على بيانات قيمة عن التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر³.

ولتوضيح ذلك نفترض مثلا أن مستثمرا اكتشف أن الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال تعرض البلاد لموجة من الفساد، وبالتالي سوف يكون حتما انخفاض أسعار الأوراق المالية، فهنا المستثمر عليه المفاضلة بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف أو التعامل في السوق الآجل من خلال المشتقات المالية، وبما أن المستثمر رشيد فسوف يختار السوق اللاحق للتنفيذ لأنه سوف يحقق له معدل عائد أكبر نتيجة للرفع المالي التي يتميز بها، هذا فضلا عن انخفاض تكلفة التعاملات في أسواق المشتقات.

وفي ظل إقبال المستثمرين الآخرين على هذا الاتجاه فإنه سوف تزداد عقود المشتقات المبرمة على الأصل، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها مع الوقت إلى أن تصل إلى المستوى الذي يعكس السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الفوري في التغير بما يعكس الأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين⁴ إذن ما يمكن الإشارة إليه في هذا المثال أن تكلفة حصول المستثمرين على تلك المعلومات ليست زهيدة، حيث قدمت أسواق المشتقات المالية خدمة مجانية للجمهور متمثلة في معلومات مستقبلية عن أسعار الأصل في وقت لاحق، ومن المعلوم أن السوق تكون عند مستوى عال

¹- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 67-68

²- Aimé Scannavins, Op cit, P92.

³- نفس المرجع، ص 69.

⁴- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، عقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سابق، ص 16-17.

من الكفاءة حينما تكون المعلومات المتاحة بتكلفة صفرية، لكن على الرغم من أن هته المعلومات مجانية لكنها ليست بالضرورة دقيقة فقد تؤدي هذه المعلومات بالبعض إلى الثراء وبالبعض الآخر إلى التواري عن الأنظار¹.

1-3- مزايا تشغيلية: تعتبر الكفاءة التشغيلية أحد أركان كفاءة السوق وهي تتعلق بتنفيذ عمليات البيع والشراء في السوق والعلاقة بين الكفاءة والتكاليف علاقة عكسية، فكلما انخفضت تكاليف الاستثمار في السوق المالي كلما ارتفعت الكفاءة التشغيلية والعكس صحيح، ومن مزايا التعامل في أسواق المشتقات المالية انخفاض تكلفة المعاملات، فلا تضاهيها في ذلك الأسواق الحاضرة، فمثلا تكلفة معاملة عند مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز مبلغ 100 دولار، أي بمعدل تكلفة يبلغ 0,01% من قيمة العقد. ولتكلفة المعلومات تأثير على سيولة السوق، إذ أن أسواق المشتقات وخاصة بورصات العقود المستقبلية والخيارات تتمتع بسيولة أكبر مقارنة بالأسواق الفورية، فعلى الرغم من أن أسواق الأسهم والسندات (الأسواق التقليدية) تتمتع بالسيولة الكاملة بالنسبة للأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الكبرى إلى أن السوق لا تستطيع أن تستوعب دائما الصفقات الكبرى دون أن يؤدي ذلك إلى تغير السعر.

كما أن قلة وضالة المبلغ الذي يدفعه المستثمر في عقود المشتقات مقارنة بقيمة الصفقة يمثل حافزا على زيادة حجم التداول في السوق المشتق، وعلى تنشيط سوق الأصول المتعاقد عليها وذلك عكس المستثمر في السوق الحاضر الذي يقوم بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار يفوق بكثير ما يدفعه في حالة السوق المشتق².

○ **تحقيق التدفقات النقدية:** بافتراض مثلا أن الجزائر تقوم ببيع البترول لشركة طيران فرنسية وذلك باستعمال عقود مستقبلية حيث أن سعر التنفيذ هو 25 دولار للبرميل يسلم في نوفمبر 2008، فعند انخفاض سعر البرميل في شهر نوفمبر مثلا إلى 20 دولار، فستقوم الجزائر ببيع البترول في السوق الحاضر بالسعر السوقي لمن يرغب في الشراء لأن شركة الطيران ستراجع عن تنفيذ العقد الذي تم معها لأن الشراء من السوق الحاضر سيكون بسعر أقل من المتفق عليه في العقد المستقبلي، لكن بالمقابل سترتب على ذلك تسوية للعقد (تسوية نقدية) لأن شركة الطيران لا يمكنها التنازل عن التزامات العقد وفقا للقواعد المعمول بها في سوق العقود المستقبلية، وهذا ما يجعل شركة الطيران ملزمة بسداد الفرق بين السعر المتفق عليه في العقد والسعر السوقي في تاريخ التسليم وهو ما يعادل 5 دولارات للبرميل الواحد، وعلى هذا السبيل يكون طرفا العقد قد قاما بتخطيط تدفقاتهم المستقبلية بدقة مادام يعلمان ذلك مسبقا³.

○ **توفير فرض للمضاربة:** توفر أسواق المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة فبدلا من التعامل في الأسهم والسندات محل التعاقد، فقد أصبح بوسع أي من المحترفين أو المتعاملين أن يدخل السوق مضاربا من خلال عقود المشتقات

¹- سمير عبد الحميد رضوان، نفس المرجع، ص 70.

²- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، عقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سابق، ص 20.

³- نفس المرجع ص 18-19

فعلى عكس المتحورين الذين يرغبون في تقليل المخاطر الناجمة عن التغيير في أسعار الأصول، يسعى المضاربون في سوق المشتقات إلى احتلال مركز متبوء بالتغيرات المستقبلية للأصل، وذلك بهدف تحقيق ربح¹.

وبالإضافة إلى الوظيفة التي يقوم بها المضارب في سوق المشتقات المتمثلة في تحقيق الأرباح فإنه يسدي خدمة اجتماعية ولو أنها غير مقصودة، من خلال تحمله لمخاطر تخرب وتحوط منها غيره، بذلك يكون المضارب قد أزال حالة عدم التأكد للطرف الآخر².

○ **السرعة في تنفيذ الإستراتيجية الاستثمارية:** لقد أعطت صفة المرونة والسيولة المميزة لعقود المشتقات ميزة أخرى لها تتمثل في شركة تنفيذ الإستراتيجيات الاستثمارية لأسواق المشتقات المالية، فعلى سبيل المثال إذا رغب مستثمر في استثمار 1 مليون دولار في محفظة جيدة التنوع، ويمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، لكن هذا الحال قد يستغرق تنفيذه مدة طويلة مع قدر كبير من العمولات، في حين يقابل ذلك بديل آخر يرفع عن المستثمر تلك المشاكل المتمثل في الاستثمار في عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات و ليكن مثلاً مؤشر CAC40³.

○ **آلية التخزين:** تعتبر الكثير من أنواع الأصول المالية قابلة للشراء والتخزين حتى حيازة الورقة المالية في حد ذاته يعتبر تخزين، ولأن الأسعار في حالة تقلب مستمر وفي بعض الأحيان يكون هذا التقلب حاداً، وبما أن أيضاً التخزين ينطوي على مخاطرة، فإنه يمكن استعمال الأدوات المالية المشتقة كوسيلة لتحديد السعر اليومي وذلك لتقليل من مستوى ودرجة مخاطر التخزين⁴.

2- المخاطر المترتبة عن استخدام المشتقات المالية: إذا كانت المخاطرة عنصراً يلزم الاستثمار أياً كان مجاله، فإن هذه المخاطر تبلغ أوجها لدى الاستثمار في المشتقات المالية، إذ يرجع ارتفاعها إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعار عقودها، كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، وأفضل دليل على ذلك حادثة إفلاس البنك البريطاني Bings Merchant Bank عام 1995، والتي نتجت عن المبالغة في التعامل بالمشتقات من طرف كبير المتعاملين لدى فرع البنك في سنغافورة، الأمر الذي تسبب في خسارة إجمالية تقارب 3,1 مليار دولار، إذن فالتمادي في استخدام هته الأدوات يؤدي إلى نتائج لا يحمد عقباها.

ويمكن تحديد أهم المخاطر الناجمة عن الاستثمار في عقود المشتقات المالية فيما يلي:

أ- المخاطر الائتمانية: تتمثل هذه المخاطر في الخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي في حالة ما أخفق الطرف الآخر في العقد في الوفاء بالتزاماته المنصوص عليها في العقد، وتكون هته المخاطر أكبر في حالة الأسواق الغير منظمة عنها في حالة الأسواق المنظمة⁵، ومخاطر التسوية ترتبط بفشل الطرف المقابل في الأداء بموجب عقد

¹- John Hull, Op cit, P13.

²- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، عقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سابق، ص 20-21.

³- نفس المرجع، ص 22-23.

⁴- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 73.

⁵- طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 476.

ما، بعد أن يكون المستخدم النهائي قد سلم أموالاً أو أصولاً وفقاً للالتزامات المنصوص عليها في العقد، ويستطيع المستخدمون النهائيون أن يقللوا مخاطرة التسوية من خلال اتفاقية تصفية رئيسية، أما مخاطرة الطرف المقابل فتعني إمكانية التعرض لمخاطرة ائتمانية نابعة عن كل المعاملات المؤداة مع طرف مقابل واحد¹.

ب- مخاطر السوق: ترتبط هذه المخاطر بشكل عريض بالخسائر الاقتصادية الراجعة لحدوث تقلبات غير متوقعة في أسعار عقود المشتقات، وتتمحور المخاطر ذات الصلة بذلك فيما يلي²:

▲ مخاطر السعر؛

▲ مخاطر الأساس؛

▲ مخاطر السيولة؛

▲ مخاطر التقييم أو النموذج.

وتعتبر هذه المخاطر أنها ليست المخاطر السوقية الوحيدة المؤثرة على أداء الأدوات المالية المشتقة فهناك عدة أسباب أخرى، يمكن ذكرها كالتالي³:

- احتكار صانعي السوق لأدوات مالية مشتقة من خلال الشراء والبيع لها على نطاق واسع، مما يسمح لهم بالتأثير على أسواق الأوراق المالية، هذا يؤدي في الأخير إلى تقلب أسعار الأوراق المالية بشكل حاد.

- يؤدي ترابط الأسواق المالية إلى زيادة المخاطر وسرعة انتقالها بين الأسواق، وأحسن مثال على ذلك الأزمة المالية في المكسيك عام 1994 والتي امتدت نتائجها إلى باقي دول أمريكا اللاتينية وحتى إلى الأسواق المالية الآسيوية.

ونظراً للتأثير السلبي لمخاطر السوق على أداء الأسواق المالية، كان لابد من الحد منها، وها هي متطلباته:

- تقدير ظروف السوق على أساس تقييم موضوعي شامل بتوفير قدر كافي من البيانات والإحصائيات اللازمة لإتاحة درجة ملائمة من الشفافية، وعدم الاستناد للنماذج الإحصائية وحدها في التنبؤ، إذ أنها تقوم على ظروف معينة، لا تأخذ في اعتبارها بعض الظروف التي قد تكون على درجة كبيرة من الأهمية وقد تعرض السوق لاضطرابات حادة.

- محافظة بيوت التسوية clearing house على حد أدنى من السيولة لديها، وكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين طرفي العقد في سوق المشتقات، بحيث قد تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.

ت- المخاطر الرقابية: تتعلق هذه المخاطر بالخسائر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات كالغش والتزوير، قصور النظم وغيرها، وكذا المخاطر الناجمة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة⁴. ففي عام 1994 أصدر مكتب المحاسبات العامة (GAO) تقرير يبيد فيه تخوفه من التقارير

¹- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 265.

²- نفس المرجع، ص 266.

³- طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 475-476.

الغير معلنة للجمهور حول المعلومات الخاصة بالتداولات في الأسواق الغير منظمة للمشتقات، حيث طلب هذا المكتب بتشديد التشريعات الخاصة بالبنوك ومؤسسات التأمين وغيرهما من أجل تسيير شامل وواحد لتداولاتهم في سوق المشتقات عن طريق المراقبة والإفصاح عن المعلومات الخاصة بتداولاتهم. وفي هذا السياق أعلنت في وقت سابق كبريات البورصات العالمية المتداول فيها عقود المشتقات عن رغبتها في تحقيق التعاون بينمختلف تنظيماتها ومؤسساتها من أجل الوصول إلى رقابة أكبر على التداولات المالية، هذا وفي التسعينات أعلنت الجمعية العامة للمنظمة العشرة (G10) عن رغبتها في تحسين توفير وسريان المعلومات عن التداولات في الأسواق الغير منظمة¹.

ح-المخاطر القانونية: تتعلق هذه المخاطر بالخسائر الناجمة عن عدم توخي الدقة والحرص عن توثيق عقود المشتقات وعدم توفر الصلاحيات اللازمة للتعاقد لدى الطرف المقابل، زيادة على عدم القدرة على تنفيذ أحكام القضاء في حالات التعثر أو الإفلاس كعدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس، ويعتبر هذا النوع من المخاطر الأكثر انتشارا في سوق العقود اللاحقة للتنفيذ، وللحد منه لا بد من إعادة صياغة تشريعات وقوانين تخص عقود المشتقات بما يفرض على المستثمرين الجدية في الالتزام بالعقود.

المبحث الثاني: الإطار الأساسي لعقود الخيارات

لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار، فثمة أدوات مالية جديدة قدمها الفكر الرأسمالي المعاصر لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية، وإنما كانت ثورة في صيغ وأساليب التعامل في تلك الأسواق، وتمثل من وجهة نظر مراكز البحث والابتكار حلولا إبداعية لمشاكل التمويل والتحوط في بيئة تزداد فيها المخاطر وعدم اليقين. وكان من أكثر هذه الأدوات إثارة لأولئك الذين يسعون للمخاطرة، وأولئك الذين يقبلون على شرائها. وهي: عقود الخيار (تم التعامل على 1513 مليون عقد خيار في عام 2002 عبر الأسواق العالمية)،

وسوف نتعرف في هذا المبحث إلى أساسيات عقود اختيارات، إذ يمكن تقسيم المبحث إلى مايلي:

المطلب الأول: ماهية عقود الخيارات؛

المطلب الثاني: أنواع عقود الخيارات؛

المطلب الثالث: تنظيم سوق الخيارات؛

المطلب الرابع: مزايا عقود الخيارات ومخاطر استعمالها.

المطلب الأول: ماهية عقود الخيارات

يهدف هذا المطلب إلى التعرف على نشأة عقود الخيارات والتطورات التي حصلت لها عبر مرور الزمن. وفي نقطة ثانية إلى معرفة مفهوم الخيارات وتعريفات الكتاب لها.

¹- Aimé Scannavino, Op cit, P98.

1- نشأة عقود الخيار وتطورها التاريخي: تعود أولى تعاملات عقود الخيارات إلى دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد) وإلى الفيلسوف الفلكي طاليس (Thales) أحد الحكماء السبعة عند اليونان، فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تغطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد سبقا، وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق the market cornering وإذا كان البعض يشكك في مصداقية هذه الرواية.

ولكن المؤرخين يرون في روايتها قريية على أن نشاطا من هذا القبيل حدث في حياة طاليس¹. كما يرى المؤرخون أن عقود الخيارات كانت مستعملة لدى الرومانيين والإغريق، حيث اعتبرت عقود الخيارات بدون شك أكثر العقد قدما وتجاوبا، حيث أكد المؤرخون أنه منذ زمن طويل تم تبادل عقود تعطي لحاملها شراء (خيار شراء) أو بيع (خيار بيع) لأصل معين وبسعر معين وبتاريخ استحقاق محدد مسبقا وأنه كان يتم التداول عن طريق المزادة².

وفي القرن السابع عشر بدأ انتشار استعمال عقود الخيارات في أوروبا وبالأخص في هولندا حيث أنشأت سوق ثانوية نشطة لعقود اختيار على شعيرات وبصيلات نبات التبوليب Bulbes de tulipes، حيث كانت تمنح عقود خيار البيع للمزارعين (الموردين) الضمان لبيع منتجاتهم بسعر محدد مسبق، والتغطية ضد المخاطر المتعلقة بالتغيرات السعرية الغير مرغوب فيها لمنتجاتهم، أما عقود خيار الشراء فكانت توفر للمتاجرين (Négociants) الحماية لتمويلاتهم المستقبلية من التغيرات المستقبلية للأسعار وبالتالي شراء السلع بسعر مضمون مسبقا.

إذن فكان الغرض من إنشاء هذا السوق هو نقل المخاطرة من أولئك الذين لا يرغبون فيها إلى أولئك الذين يتحملونها مقابل عائد³، ولكن في ظل عدم وجود سلطات قائمة على هذا السوق وعدم تنفيذ المتعاملين للالتزامات ونظرا لاعتبارات أخرى ونقائص في السوق أدى كل هذا إلى إفلاس السوق في عام 1636. وفي نهاية القرن السابع عشر في إنجلترا ظهرت عقود الخيارات على أسهم منقولة، لكن بنشوب الحرب، وانهارت شركة " South tea company"، ونظرا للنتائج التي أسفرت عليها انهيار سوق

هولندا، عارضت فئة كبيرة من الطبقة السياسية هذا السوق للخيارات ولم يحظى بالقبول وصار غير مشروع، ولم يظهر بعد ذلك سوق للخيارات في لندن إلا في سنة 1958⁴.

ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "راسيل ساج" (Russel surge) المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للاختيارات (Over the counter market)، وفي عام 1934 صدر قانون يسمح بالتعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية (S.E.C) إلا أن سوق الخيارات لم تجد في البداية إقبالا بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب والنقائص في السوق ونذكر منها: عدم نمطية

1- Benton E. Gup , Robert Brooks, Interest rate risk management, published by parileas publishing company(B) , without year of publishing, P149(history of options).

2- J. Claude Augros, Finance, options et obligation convertibles, Op cit, P5

3- Ibid, P6.

4- Ibid, P150.

العقود، عدم قابليتها للتحويل، ضعف السيولة، أنها كانت تفتقر إلى ضمان، كما أنها كانت تفتقد إلى صانع سوق (Market Maker)، ومن العيوب أيضا أنها كانت تقتضي في كثير من الأحيان التسليم الفعلي¹. وخلال الستينات وبداية السبعينات وظفت بورصات التجارة الأمريكية مجهودات معتبرة لتطوير نشاطاتها وكذا من أجل التنويع من الأدوات الأساسية المقدمة للمتعاملين حيث قدمت في نهاية الستينات بورصة شيكاغو للتجارة (CBOT) عقود لاحقة التنفيذ على أسهم أكبر الشركات الصناعية الأمريكية مع العلم أن هذه البورصة كانت متخصصة في المواد الأولية وليس على الأسهم، لكن لجنة البورصة والأوراق المالية (SEC) رفضت هذا المنتج واشترطت أن تتم تداولات للعقود اللاحقة التنفيذ على الأسهم في بورصة القيم المنقولة، وأن تتولى اللجنة بدورها المراقبة.

وفي ظل هذا المحيط السائد، قررت بورصة شيكاغو للتجارة تأسيس بورصة قيم منقولة. أنشأت بورصة شيكاغو للخيارات المتداولة (CBOE)² في 26 أبريل 1973. بينما لم يبدأ التعامل على عقود خيار البيع إلا في جوان 1977، واعتبر بذلك أول سوق منظم يتعامل بعقود خيارات منظمة، لقد لاقت (CBOT) نجاحا كبيرا وسريعا من خلال نوعية الخدمات المقدمة، هذا ما جعل الكثير من الأسواق المالية تخلق أسواق مماثلة لها²، على غرار سوق لندن لتداول الخيارات (London Trading Option Market) عام 1978 والذي اندمج عام 1982 مع سوق لندن لتداول المستقبلات ليصبح سوق لندن الدولي لتداول المستقبلات (LIFFE)³، أما أول سوق للخيارات في أوروبا فأنشأ في 4 أبريل 1978 والمعروف بسوق الخيارات المتداولة لأمستردام، وفي فرنسا تم فتح سوق الخيارات المتداولة لباريس (MONEP) في 10 سبتمبر 1987، في اليابان افتتح سوق طوكيو لتبادل المستقبلات المالية (TIFFE)⁴ في عام 1990 وقد توالى بعدها عمليات افتتاح أسواق الخيارات في عقد التسعينات بسرعة كبيرة فاقت كل التوقعات لتشمل العديد من دول العالم³.

ولم ينحصر هذا التطور جغرافيا فقط بل شمل جميع النواحي، حيث لم يقتصر عقد الخيار على الأسهم بل راح ليشمل أصول مالية وعينية أخرى ففي عام 1982 أدخلت نشأ عقود الخيار على أسعار الفائدة وفي 11 مارس 1985 أدخلت الخيارات على المؤشرات في التداول في سوق (CBOE) والذي يعتبر حاليا العقد الأكثر تداولاً في الأسواق المالية⁴.

2- مفهوم عقود الخيار: لقد اختلفت تعريفات الكتاب والاقتصاديين لعقد الخيار نوعا ما لكنها كانت تدور في محور واحد فقد عرف "ستيف كرول" عقد الخيار على أنه "عقد بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حق في أن

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 146-147.

² - CBOE : Chicago Board options exchange

³ - Mondher Belallah ,yves simon 5.Op cit, P12-13

* - Liffe: London International Financial futures exchange

↓ - Tiffe: Tokyo International Financial futures exchange.

³ - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص 156.

⁴ - Michel Fleuriet, Yves Simon, Bourse et Marchés financiers, economica, 2 édition, 2003, P 129-130.

يبيع أو يشتري أصلا معينا بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة مسبقا، ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه. بينما يمارس المشتري حقه في تنفيذ العقد أو عدمه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر¹.

بينما عرفه "شانس" بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي المشتري حقا وليس التزاما على أن يشتري أو أن يبيع شيئا ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد². أما "نتون" و"روبرت بروكس" فقد عرف عقد الخيار بمعنى قريب من التعريفين السابقين إذ أن مفهومهما أن الخيار "هو عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك التزاما بأن يشتري أو يبيع أصلا بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه".

ويمكن الاستنتاج من التعريفات السابقة أن الخيار هو أصل مالي متمثل في عقد بين طرفين: مشتري ومحرر، ويعطى العقد للمشتري الحق وليس الالتزام في أن يشتري من المحرر أو أن يبيع له عدد من وحدات أصل مالي أو حقيقي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد يسمى سعر التنفيذ (prix d'exercice) على أن يتم التنفيذ في وقت لاحق ويطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية (datedéchéance)، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه وذلك على عكس العقود المستقبلية، كما له الحق بطبيعة الحال بتنفيذ العقد في أي وقت خلال فترة حياة العقد وذلك في حالة الخيارات الأمريكية، أما في حالة الخيارات الأوروبية فلا يمكنه تنفيذها إلا عند تاريخ الاستحقاق³.

وكما هو الحال في أي عقد، يمنح كل طرف شيئا إلى الطرف الآخر، فمقابل هذه الميزات التي يمنحها محرر العقد للمشتري، فإن هذا الأخير يدفع للبائع تعويضا أو أجرا يسمى العالوة (premium) والتي تعد سعر الخيار وهي غير ثابتة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة. بعبارة أخرى إنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، حيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد وفي نفس الوقت يخسر المكافأة⁴، ويطلق على مشتري العقد (Buyer) بصاحب المركز الطويل (longposition) وهو الذي يملك فرصة تحقيق مكاسب محتملة غير محدودة، في حين تكون خسارته القصوى محدودة بمقدار العالوة التي يدفعها لشراء حق الخيار، بينما يطلق على المحرر (Writer) بصاحب المركز القصير (shortposition) حيث يكون مكسبه محدود بمقدار العالوة التي تحصل عليها أما خسائره فهي غير محدودة.

وما يمكن فهمه من التعريفات السابقة أن العقود التي يمنح فيها المشتري الحق في شراء أصل معين من محرر العقد فإنه يشار إليها بعقود خيارات الشراء (calloption)، أما الحالات التي يخول فيها المشتري الحق في بيع أصل معين لمحرر العقد فتسمى عقود خيارات البيع (putoption)⁵.

¹ - Steve Krull, Nancy Hucking, the handbook of Equity derivatives, P6.

² - Dom. Chance, options and futures, published by the Dryden press Harcourt, P3.

³ - Juliette Pilverdier, Joame haute, Op cit, P335.

⁴ - Nicolas Chanut, Op cit, P14-15.

⁵ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص41-40.

ويمكن الإشارة في الأخير إلى أن خيار الشراء وخيار البيع لا يمثل في حقيقة الأمر شراء فعليا للأصل أو بيعا فعليا له، حيث يستعاض عن جميع المراحل التي تتم في السوق الحاضرة والمتمثلة بنقل الملكية بالتسوية أو المقاصة النقدية، حيث لا يكون التسليم الفعلي للأصل محل التعاقد في سوق الخيارات إلا في حالات نادرة جدا¹.

المطلب الثاني: تصنيفات عقد الخيار

يمكن تصنيف عقود الخيارات إلى عدة تصنيفات وتقسيمات وذلك وفقا لأسس ومعايير مختلفة، إذ يمكن تقسيمها إلى خيار بيع وخيار شراء وذلك على أساس نوعي، ويمكن تصنيفها حسب تاريخ تنفيذ العقد إلى خيار أوروبي وخيار أمريكي، كما يمكن تقسيمها حسب التغطية إلى خيارات مغطاة وخيارات غير مغطاة، وهكذا يمكننا تقسيم عقود الخيارات على اعتبارات متعددة. اخترنا في هذا المطلب التقسيمات الأكثر شيوعا واستعمالا ولم نتطرق إلى كل التصنيفات نظرا لكثرتها وتعددتها، هذا ولم ننس في الأخير التطرق إلى تقسيم عقود الخيارات حسب نوع الأصل محل التعاقد، وفيما يلي أهم التقسيمات المعروفة والمتداولة لدى أهم الكتب والاقتصاديين:

1-التصنيف على أساس نوعي: تصنف عقود الخيارات على أساس نوعي إلى قسمين أساسيين هما: خيار الشراء (call) وخيار البيع (But).

1-1- خيار الشراء (calloption): يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر للمضاربة والمراجعة، كما يمنحه الحماية لاستثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأصول الحقيقية والمالية المجمع شراؤها في المستقبل، حيث يسمح هذا الحق لمالك خيار الشراء من إلزام الطرف الثاني في العقد بتنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة صلاحية العقد عن سعر التنفيذ، وبذلك يضمن المشتري في هذه الحالة حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر عقد الشراء بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ هذا، وليس هناك إلزام على المشتري بتنفيذ الاتفاق إذا كان في غير صالحه، باعتبار أنه دفع مكافأة لمحرر خيار الشراء².

وتجدر الإشارة إليه أن تحرير خيار شراء نشأ نتيجة لتوقعات مختلفة (توقعات كل من مشتري ومحرر حق خيار الشراء تكون مختلفة)، فبينما يتوقع مشتري الحق ارتفاع أسعار الأوراق المالية (يشار إلى الأوراق المالية كمثال خاص عن الأصول المالية والحقيقية) في المستقبل، فإن محرر حق اختيار الشراء يتوقع عكس ذلك³.

إن في العادة ما يكون محرر خيار الشراء على سهم ما مساهما فعليا في تلك الشركة، فيكون أكثر علما بالوثائق والمعلومات الخاصة بها. فتحريره للعقد ناتج عن عدم توقعه وجود قيمة أعلى من تلك التي هي في السوق الحالي، وهو متخوف في نفس الوقت من انخفاض قيمة السهم في المستقبل، فحسب المحرر فإن تحرير العقد هو ربح

1- سيد طه بدوي، مرجع سابق، ص 470.

2- محمد صالح حناوي، الاستثمار في الأوراق المالية "مدخل التحليل الفني والأساسي"، 2004-2005، ص 318.

3- Olivier Picon, Op cit,P120

بالنسبة له على الأكثر إذا لم يرتفع سعر السهم في السوق المستقبلي، فانه على أية حال سوف يتحصل على ربح يتمثل في قيمة المكافأة (premium).

ولإلقاء مزيد من الضوء على خيار الشراء سوف نفترض أن مستثمرا ما يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لسهم ما، ومن ثم فقد قام بشراء عقد خيار شراء على ذلك السهم بتاريخ وسعر تنفيذ: (جوان، 50) في مقابل مكافأة قدرها 3 دولار للسهم.

فإذا ما تحققت توقعات المستثمر وارتفعت القيمة السوقية للسهم (in the Money) في شهر جوان إلى 55 مثلاً سيطلب المشتري تنفيذ الاتفاق، فيكون هكذا قد حقق ربحاً صافياً يقدر بدولارين عن كل سهم وذلك بعد خصم قيمة المكافأة المقدرة بـ 3 دولار، أما محرر الخيار (خاصة ذلك الذي لا يملك الأسهم التي تعاقد عليها) فسوف يتحمل خسارة قدرها دولارين عن السهم.

ومن هذا نلاحظ أن المشتري تزداد أرباحه كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وتحدد خسارته بقيمة المكافأة، أما محرر عقد خيار الشراء تزداد خسائره مع كل زيادة في السعر السوقي للسهم وقت التنفيذ وتحدد أقصى أرباحه بمقدار المكافأة. في حين إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم أي 43 دولار مثلاً، بما يعني أنه أصبح غير قابل للتنفيذ إذ سيفضل المشتري شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة، وسوف تنحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة التي هي غير قابلة للرد، والتي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها المحرر out the Money « أما إذا تساوى سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ مع سعر التعاقد "At the Money"، فإن خسائر مشتري الاختيار وأرباح المحرر سوف تتمثل في مقدار المكافأة أي بقيمة تقدر بـ 3 دولار للسهم الواحد، أما إذا بلغت القيمة السوقية للسهم 53 دولار أي ما يعادل سعر التعاقد مضافاً إليه قيمة المكافأة فإن أي من الطرفين لا يحقق ربحاً أو خسارة¹، ويعرف هذا بسعر التعادل. والجدول التالي يرسخ هذه الأفكار المشروحة بأرقام:

الجدول رقم (05): أرباح وخسائر كل من مشتري ومحرر عقد خيار الشراء

المحرر الربح (الخسارة)	المشتري الربح (الخسارة)	قيمة العقد*	القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ
-2	2	5	55
صفر	صفر	3	53
-3	-3	صفر	50
+3	صفر	صفر	43

المصدر: من إعداد الباحث

ويمكن من خلال الجدول الوصول إلى عدة نتائج، يمكن تلخيص معظمها فيما يلي:

- أرباح طرف ما تساوي بالضبط خسائر الطرف الآخر.

¹ - منير إبراهيمي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 574-577.

* - قيمة العقد = القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ - سعر التعاقد

- إن أرباح المشتري لا حدود لها، إذ تزداد مع ارتفاع سعر السهم عن سعر التعادل، أما خسائره فمحدودة بمقدار المكافأة، وعلى عكس ذلك فإن أرباح المحرر محدودة بقيمة المكافأة، بينما خسائره غير محدودة.
- إن أرباح المحرر وخسائر المشتري تنخفض عن قيمة المكافأة، عندما تتراوح القيمة السوقية للسهم بين سعر التنفيذ وسعر التعادل.

بعض النظر على المكافأة التي يخسرها المشتري سواء نفذ العقد أم لم ينفذ، فإنه يطلق على عقد الشراء بأنه قابل للتنفيذ أولي وضع الربحية (in the Money) عندما تكون القيمة السوقية للسهم أكبر من سعر التنفيذ، بينما يطلق عليه عقد غير قابل للتنفيذ outtheMoney عندما يكون سعر السهم السوقى اقل من سعر التنفيذ، أما في حالة تساوي السعر السوقى للسهم مع سعر التنفيذ يقال بان العقد في وضع تعادل At-the-Money¹

1-2- خيار البيع (put option): يكون خيار البيع عندما يحصل المستثمر على حق أو خيار بيع أوراق مالية للطرف الآخر (المحرر) بسعر محدد خلال فترة محددة، حيث يكون للمستثمر حق بيع أو عدم بيع هذه الورقة خلال الفترة المحددة، وليس هناك التزام على المشتري بتنفيذ العقد، حيث يقوم المستثمر بدفع ثمنها لهذا الحق وهو ما يسمى علاوة، وتقدر قيمة هذه العلاوة على أساس سعر الورقة المالية وعلى الفترة الزمنية للخيار أو الحق. أما الطرف الآخر (المحرر) فهو ملتزم بتنفيذ العقد إذا طلب منه الطرف الأول (مشتري الخيار) ذلك، وتكون عدة توقعات مشتري خيار بيع أن أسعار الأوراق المالية ستتنخفض في المستقبل فان صدقت توقعاته فسوف يحقق ربحاً يقدر بالفارق بين سعر الورقة المالية في تاريخ الاستحقاق وبين سعر التنفيذ أما خسارته فهي محدودة بقيمة المكافأة، أما فيما يخص محرر عقد خيار البيع فتوقعاته المستقبلية لسعر الورقة فهي على عكس المشتري فهو يتوقع ارتفاع في القيمة السوقية المستقبلية للورقة. فيجزم على تحرير العقد على أساس هذه الفرضية².

ويلجأ لاستخدام هته العقد كل من المضارب والمتحوط على حد سواء، فالمضارب يسعى إلى تحقيق الربح من خلال شراء حق البيع، إذا ما تحققت توقعاته وانخفضت الأسعار في السوق عن سعر التنفيذ، وبالمقابل في هذه الحالة لا يملك الأصول المالية التي سوق تباع إذا مارس حقه في البيع، وإنما هو فقط يضارب على ارتفاع سعر حق الاختيار أو الاستفادة من فرق سعر التنفيذ وسعر الورقة المالية في السوق. أما المتحوط فسيعمل هذه الأداة المالية لضمان بيع موجوداته بسعر محدد، فموجب حق البيع يضمن بيع الأوراق المالية بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ خاصة إذا ما انخفضت الأسعار بأول من سعر التنفيذ في الأسواق المالية³.

لتوضيح هذا النوع من الخيارات، نفترض أن احد المستثمرين أوجس خيفة من انخفاض مستقبلي لأسعار أسهم يملكها، وقد تم شراء هته الأسهم بسعر 80 دولار، ولتجنب هته المخاطر قام بشراء خيار بيع مقابل مكافأة

¹- محمد مطر، مرجع سابق، ص 261.

²- غازي فلاح المومني، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 206.

³- هاشم فوزي، مرجع سابق، ص 149.

تقدر بـ5 دولار للسهم الواحد بتاريخ استحقاق ماي 2009، فلتساءل ما هو موقف كل من محرر العقد ومشتريه من ارتفاع أسعار الأسهم إلى 100 وانخفاضها إلى 70¹؟

الحالة (1): انخفاض السعر إلى 70 دولار: إن إذا صدقت توقعات مشتري خيار البيع وانخفضت أسعار الورقة المالية، فإن المشتري سوف يُنفذ العقد بطبيعة الحال على أساس أن قيمة حق اختيار البيع تمثل الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي وهو ما يساوي 10 دولارات، أما ربحية تتقدر بالفرق بين قيمة حق اختيار البيع والمكافأة وهو ما يعادل 5 دولارات. أما محرر عقد خيار البيع فإن أسعار الأسهم في شهر ماي كانت على عكس توقعاته حيث تقدر خسارته بـ: قيمة الخسارة = (سعر السوق + المكافأة) - سعر التنفيذ = (70 + 3) - 80 = -5 دولار.

الحالة (2): هذه الحالة تكون على عكس الحالة السابق، ففي هذه المرة صدقت توقعات محرر عقد خيار البيع وخابت توقعات المشتري وكانت نتائج هذه التوقعات على الشكل التالي:

- خسارة مشتري خيار البيع محددة بقيمة المكافأة، فدفعه لهته الأخيرة أعطاه الحق في عدم تنفيذ العقد لان تنفيذه يكون في غير صالحه.

- أما محرر عقد خيار البيع فأرباحه محددة أيضا بقيمة المكافأة المقدرة بـ 5 دولارات، لان العلاوة غير قابلة للرد ومما يلاحظه في هذه الحالة أيضا أن خسائر مشتري حق خيار البيع تعادل تماما أرباح المحرر، وعلى هذا الأساس يطلق على طرفا حق الخيار أنها لاعبان في مباراة ذات مجموع صفري ZérosurGame، يعني أن مقدار ما يكسبه طرف يعادل تماما ما يخسره الطرف الثاني.²

ولفهم حق خيار البيع بشكل أعمق، افترضنا أسعار سوقية عديدة للسهم، وذلك لتوضيح مواقف كل من

المحرر والمشتري، والعائد المرتقب جزاء هذه المواقف:

جدول رقم(06): توضيح موقف وعائد كل من مشتري وبياع خيار البيع

السعر السوقي	سعر التنفيذ	المكافأة	قيمة حق خيار البيع	أرباح أو خسائر المشتري	قرار المشتري	أرباح أو خسائر المحرر
60	80	5	20=60-80	15=5-20	التنفيذ	15=80-(5+60)
65	80	5	15=65-80	10=5-15	التنفيذ	10=80-(5+65)
70	80	5	10=70-80	5=5-10	التنفيذ	5=80-(5+70)
75	80	5	5=75-80	0=5-5	إمكانية التنفيذ مع عدم التنفيذ	0=80-(5+75)
80	80	5	0=80-80	5=-5-0	عدم التنفيذ	المكافأة=5
85	80	5	0=85-80	5=-5-0	عدم التنفيذ	المكافأة=5
90	80	5	0=90-80	5=-5-0	عدم التنفيذ	المكافأة=5
100	80	5	0=100-80	5=-5-0	عدم التنفيذ	المكافأة=5
110	80	5	0=110-80	5=-5-0	عدم التنفيذ	المكافأة=5

المصدر: من إعداد الباحث

¹ - محمد صالح حناوي، نبال فريد، خلال العيد، (الاستثمار في الأوراق المالية)، مرجع سابق، ص 333-334.

² - نفس المرجع، ص 334.

في الجدول أعلاه وفي حالة تنفيذ عقد خيار البيع من طرف المشتري سيكون حساب خسائر المحرر على أساس المعادلة التالية: خسائر المحرر = (السعر السوقي + المكافأة) - سعر التنفيذ.

أما أقصى ربح له فهو محدد بالمكافأة وذلك في حالة عدم تنفيذ خيار البيع، هذا من ناحية المحرر. أما فيما يخص مالك خيار البيع فأرباحه تحسب على أساس المعادلة التالية:

أرباح المشتري = القيمة الذاتية للخيار - المكافأة / هذا في حالة تنفيذ الخيار، أما في حالة عدم تنفيذه فتكون خسائر المشتري محدودة بقيمة المكافأة التي قد دفعها مسبقا للمحرر.

كما نلاحظ أيضا من خلال الجدول السابق أن هناك علاقة عكسية بين السعر السوقي للسهم وأرباح مشتري حق خيار البيع وذلك على عكس خيار الشراء.

والجدول الموالي يظهر التزامات وحقوق كل من مشتري ومحرر خيار الشراء والبيع.

الجدول رقم (07): حقوق والتزامات أطراف عقد الخيار (خيار البيع، خيار الشراء)

أنواع العقد		محرر العقد أو البائع		مشتري العقد	
		الالتزامات	الحقوق	الالتزامات	الحقوق
عقد خيار الشراء Call Option	الالتزام ببيع الشيء محل التعاقد لمشتري العقد وبسعر التنفيذ المحدد في أو قبل تاريخ إنهاء صلاحية العقد	يستلم مكافأة من مشتري العقد وتسمى سعر الخيار	يلتزم بدفع المكافأة لمحرر العقد والتي تمثل تكلفة شراء الخيار	يملك الحق في أن يشتري أو لا يشتري إذا رغب في ذلك الشيء محل التعاقد من محرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه في موعد لا قبل انتهاء الصلاحية	
		يستلم مكافأة من مشتري العقد وتسمى سعر الخيار	يلتزم بدفع مكافأة لمحرر العقد أو ما يعبر عن سعر الخيار	يملك الحق في أن يبيع الشيء محل التعاقد إلى محرر العقد بسعر التنفيذ المحدد في عقد الخيار في أو قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد	
عقد خيار البيع PutOption	الالتزام بشراء الشيء محل العقد من المشتري إذا اختار هذا الأخير ذلك وبسعر التنفيذ المحدد في العقد في موعد أو قبل انتهاء صلاحية العقد	يستلم مكافأة من مشتري العقد وتسمى سعر الخيار	يلتزم بدفع مكافأة لمحرر العقد أو ما يعبر عن سعر الخيار	يملك الحق في أن يبيع الشيء محل التعاقد إلى محرر العقد بسعر التنفيذ المحدد في عقد الخيار في أو قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد	
		يستلم مكافأة من مشتري العقد وتسمى سعر الخيار	يلتزم بدفع مكافأة لمحرر العقد أو ما يعبر عن سعر الخيار	يملك الحق في أن يبيع الشيء محل التعاقد إلى محرر العقد بسعر التنفيذ المحدد في عقد الخيار في أو قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد	

المصدر: من اعداد الباحث وبالاعتماد على: طارق عبد العال، مرجع سابق، 2003، ص42. محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص127.

2-التصنيف حسب تاريخ تنفيذ العقد: تصنف عقود الخيارات حسب هذا المعيار إلى نوعين رئيسيين هما:

1-2-الخيار الأمريكي **Option Américaines**: يعطي هذا النوع من الخيار لحامله الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأصول المالية أو الحقيقية بسعر متفق عليه مسبقا، حيث أنه بالإمكان تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه وحتى قبل التاريخ المحدد لانتهاء صلاحيته، أو بعبارة أخرى فهو بمثابة اتفاق يعطي لأحد الطرفين الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات أو العملات الأجنبية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما حيث يتم تنفيذه خلال الفترة التي تمتد بين إبرام العقد حتى موعد انتهاء صلاحيته¹. ولا يرتبط مصطلح خيار أمريكي

¹- Mardher Bellalah, Gestion Des Risques Et Produit Dérivées Classiques Et exotiques, Dunos Paris, 2003, P33.

بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود، وإنما استعمل فقط لمحاولة التفرقة بين الأسلوبين، حيث نجد عددا كبيرا من عقود الخيارات الأمريكية متداول في ارو ربا.

إذن فالمفهوم الوحيد لعقود الخيار الأمريكية أنها عقود تسمح لمشتريها بممارسة تنفيذ حق الخيار في أي وقت خلال عمر الحق¹، إن هذه الميزة التي يتميز بها الخيار الأمريكي عن الخيار الأوربي تجعل من قيمة العلاوة (المكافأة) المدفوعة من قبل مشتري الخيار الأمريكي أكبر نسبيا من تلك المدفوعة في حالة الخيار الأوربي².

2-2- الخيار الأوربي (Option Européennes): تشبه الخيارات الأوروبية إلى حد ما الخيارات الأمريكية لكن نقطة الاختلاف الوحيدة بينهما أن الخيار الأوربي لا ينفذ إلا عند تاريخ التنفيذ (تاريخ انتهاء صلاحية العقد)، لكن بطبيعة الحال يمكن إعادة بيعه من خلال السوق الثانوي قبل تاريخ الاستحقاق³.

وكما ذكرنا سابقا فإن هذا الخيار لا يعني أنه مستعمل في أوروبا فقط بل يمكن استعماله في أي بورصة مالية، فمن باب المزاح أطلق الاقتصاديون على نوع آخر من الخيارات يكون تاريخ تنفيها في وقت محدد في الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد إلى تاريخ انتهاء صلاحيته. حيث تسمى هذه العقود ب عقود الخيارات البرمودية (Option Bermudes) وذلك نسبة إلى لمثلث برمودة الواقع بين القارة الأمريكية والقارة الأوروبية.

ونفس الشيء فيما يخص الخيارات الآسيوية (Options Asiatices) فهي لا علاقة لها بتاتا بالقارة الآسيوية وإنما أطلق عليها هذا المصطلح لمحاولة التفرقة وإحداث التباين بين مختلف أنواع الخيارات⁴

3- التصنيف حسب التغطية (على أساس ملكية الأوراق المالية):

لا تعتبر كل عقود الخيارات أنها عقود مغطاة، ولهذا جرى تقسيمها في هذا الفرع إلى عقود خيار مغطاة وعقود خيار غير مغطاة.

3-1- عقود الخيار المغطاة (Covered Option): يعرف حق الخيار بأنه مغطى عندما يكون محرر العقد مالك للأصول المالية والحقيقة محل التعاقد بحيث إذا طلب منه تنفيذ العقد يكون قادر على الوفاء بالتزاماته وتسليم الأصل محل التعاقد للطرف الآخر المتمثل في مشتري الخيار، وهذا يكون في حالة خيار الشراء (Call Option)، أما في حالة خيار البيع فنقول إن هذا الخيار مغطى إذا كان يمتلك محرر العقد السيولة النقدية اللازمة والكافية للوفاء بالتزاماته اتجاه المشتري إذا ما طلب سنة تنفيذ العقد⁵. ومن الشائع أن يستعمل مؤراء المحافظة المالية بيع خيارات الشراء المغطاة كإستراتيجية لزيادة العائد على المحفظة خاصة في الفترات التي يتوقع فيها انخفاض العوائد الرأسمالية أو النقدية للمحفظة في المستقبل⁶.

¹- Robert Goffin, Principes De Finance moderne, economica, Paris 2001, P354.

²- هاشم فوزي، مرجع سابق، ص96.

³- I-P Gourlaouen, Les Nouveaux Instrument Financiers, gestion vuibert, Paris, 1988, P154.

⁴-Robert Goffen، Op cit، P 355.

⁵- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 73-74.

⁶- سمير رضوان، مرجع سابق، ص 191.

3-2- عقود الخيار غير المغطاة (Naked Option): في حالة ما يكون بائع خيار الشراء غير مالك للأصل محل التعاقد وأيضا في حالة ما إذا كان بائع خيار البيع لا يملك السيولة النقدية الكافية للالتزام بالوفاء اتجاه المشتري إذا طلب منه تنفيذ العقد، فإنه يمكن اعتبار هتين الحالتين أنهما خيار غير مغطاة نظرا لإمكانية عدم إيفاء المحرر بالتزاماته اتجاه المشتري.¹ ويعتبر تحرير عقود الخيارات غير المغطاة حسب سمي عبد الحميد رضوان " إنها إستراتيجية للمضاربة الغير محدودة (highly speculative strategy)، ولا تخرج عن كونها مراهنه على محض اتجاهات الأسعار" حيث اعتبر محررو هته العقود صيدا سهلا لمشتريها، بحيث سلموا رقابهم لهم في حالة عجزهم عن الإيفاء بالتزاماتهم، فهي حسب اعتباره خيار يغلب عليه طابع المغامرة.²

4-التصنيف حسب نوع الأصل محل التعاقد: تصنف الخيارات حسب هذا الأساس والمعيار إلى أنواع عديدة ومتفرعة، ونظرا لكثرتها وتنوعها سنحاول التركيز على أهمها وأكثرها شيوعا في أسواق المشتقات المالية، لا تعتبر الأسهم الأصل الوحيد محل التعاقد في سوق الخيارات، بل بإمكان الأفراد والمؤسسات والبنوك وغيرها من التنظيمات الاستثمار في سوق الخيارات من خلال أنواع أخرى للخيارات:

4-1- الخيارات على العملات:

4-1-1- ماهيتها وخصائصها: إن تسارع نمو المؤسسات المتعددة الجنسيات و التذبذب الحاد في أسعار صرف العملات أدى إلى الحاجة الماسة إلى التحوط ضده هذه المخاطر سواء كان ذلك من خلال الأسواق الغير المنظمة (OTC) وبعد ديسمبر 1982 من خلال الأسواق المنظمة،³ وتشبه عقود الخيارات على العملات إلى حد ما عقود الخيارات على الأسهم التي تم تناولها سبقا، فهي عقود مبرمة على إحدى العملات الأجنبية، إذ تعطى لحاملها الحق في شراء أو بيع عدد من وحدات عملات أجنبية معينة بأسعار صرف متفق عليها مسبقا عند إبرام العقد وبتاريخ لاحق للتنفيذ، ولا ينطوي العقد على التزام المشتري بتنفيذ العقد، فان لمشتري العقد الحق في عدم تنفيذ العقد إذا ما كان في غير صالحه، ومقابل هذا يدفع مكافأة لمحرر العقد غير قابلة للرد.

ففي حالة خيار شراء على العملات، فإذا توقع مثلا مستثمر ما، ارتفاع سعر عملة أجنبية معينة مقابل الدولار فيباشر بشراء عقد خيار على هذه العملة، يعطيه الحق في شراء قيمة معينة من العملة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر الصرف المتفق عليه في هذا العقد، فإذا صدقت توقعاته فبطبيعة الحال سيسعى المستثمر لتنفيذ الخيار محققا بذلك ربحا إجماليا يتمثل في الفرق بين سعر الصرف السائد في السوق وسعر الممارسة المحدد في العقد وتتحدد قيمة ربحه الصافي في هذا العقد بخصم المكافأة من الربح الإجمالي.

أما في حالة انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية مقابل الدولار في السوق إلى مستوى اقل من سعر التنفيذ فان المشتري يرى أن ممارسة حقه في العقد لن تدر عليه ربحا، وفي هذه الحالة سيفضل التخلي عن هذا الحق،

¹-صالح حناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 321.

²- سمي رضوان، مرجع سابق، ص 191.

³-Michel Laverseur, Aimable quintart Finance, economica, 3 éditions, Paris, 1998, P300.

وتكون خسارته محدودة بقيمة المكافأة. وعقد خيار على العملات يمكن أن يكون عقد أوروبي أو عقد أمريكي، وان المكافأة تعلن بسعرين، سعر مزاد Bid وليكن 5 وسعر بيع Ask وليكن 2,5.

ونشير في الآخر أن في العادة لا تتم عمليات بيع أو شراء عقد الخيارات على العملات بتسليم فعلي للأصل محل التعاقد، إذ لا تخرج المسألة عن كونها تسوية نقدية cash settlement¹.

إن من بين الخصائص التي تتصف بها عقود الخيارات على العملات هي:

- يمكن النظر لعقد خيار على العملات أنه عقد خيار شراء call وفي نفس الوقت عقد خيار بيع put، فالحق الذي يعطيه العقد لشراء الين الياباني مقابل الدولار، وهو ذاته حق لبيع الدولار في مقابل الين الياباني²؛

- أسعار التنفيذ تتسم بمرونة فهي ليست جامدة وذلك تماشياً مع طبيعة حركة الأسعار في أسواق الصرف على عكس العديد من الأنواع الأخرى للخيارات؛

- يتم الإعلان عن الأسعار في عقود الخيارات على العملات بالسنتات، ما عدا العقود على الين الياباني، التي يتم إعلانها على أساس $\frac{1}{100}$ سنت فمثلاً إذا كان سعر تنفيذ 113 فيبقى 1.13 دولار لكل 100 ين ياباني؛

- لا توجد حدود للتقلبات السعرية السوقية لعقود الخيارات على العملات؛

- تتداول عقود الخيارات على العملات في الأسواق المنظمة والأسواق الغير منظمة³.

4-1-2-أسواق الخيارات على العملات: كما قلنا آنفاً أن عقود الخيارات على العملات تتم من خلال نوعين من الأسواق: السوق المنظم والسوق الغير منظم.

السوق المنظم: منذ ديسمبر 1982 انطلق تداول عقود الخيارات على العملات في الأسواق المنظمة وذلك في بورصة فيلادلفيا للأسهم (PSE⁴) أي بعد تسع سنوات من أول ظهور لعقود الخيارات في السوق المنظمة وتبعها بعد ذلك السوق النقدية الدولية (IMM*) (فرع من فروع بورصة شيكاغو التجارية)** (CME) التي مكنت المتعاملين من شراء وبيع عقود الخيارات على عقود مستقبلية العملات، وقد اعتبر هاذين السوقين من أهم وأكبر أسواق الخيارات على العملات في العالم بأسره لكون التعامل فيها طوال النهار إذ بإمكان خلال الجلسة التدخل بإصدار أوامر بيع أو شراء للوسيط (Broker) من حسم أبعاد العالم لأن أوقات العمل تناسب كلا من المشتريين الأوروبيين والآسيويين⁵.

من خلال الجدول السابق يتضح لنا بعض نقاط الاختلاف بين البورصتين والمتمثلة في:

¹ - حسب بن هاني، مرجع سابق، ص 177-178.

² - منير إبراهيم هندي، ج3(الخيارات)، مرجع سابق، ص 344.

³-John Hull, Op cit, P303-304.

⁴ - PSE :Philadelphia Stock exchange

* - IMM: International Monetary Market.

**CME: Chicago Mercantile Exchange.

⁵- Michel Lavoisier, Aimable, Quintart , Op cit, P300-301.

- إذا كان التغير في سعر وحدة العملة المتمثل في البورصتين، فإن حجم العقد في السوق النقدية الدولية ضعف حجم العقد في بورصة فيلادلفيا؛

- على أساس أن حجم العقد مختلف ما بين البورصتين، فإن الحد الأدنى للتغير في سعر العقد في السوق النقدية الدولية هو ضعف التغير في بورصة فيلادلفيا¹؛

- تعتبر كما ذكرنا سابقا بورصة فيلادلفيا أنها متخصصة في عقود الخيارات على العملات، أما بورصة شيكاغو فهي متخصصة في عقود الخيار على عقود مستقبلية على العملات، وعلى هذا الأساس فإن المستثمر في بورصة شيكاغو له ميزات إضافية عن المتعامل في سوق فيلادلفيا ويعود ذلك لإمكانية الطرف الأول بالاحتفاظ بمركزه الطويل على العقد المستقبلي ولا ينفذه حتى تاريخ الاستحقاق، كما له إمكانية ثانية المتمثلة في إغلاقه من خلال اتخاذ مركز عكسي وإصدار أمر بيع آجل².

هذا فيما يخص بعض الاختلافات، فبعيدا عن هذا، فشهور تنفيذ عقود الخيارات على العملات هي نفسها على الأصول المالية الأخرى، أما تاريخ التنفيذ فهو يوم السبت السابق على ثالث يوم أربعماء في شهر التنفيذ³.

♣ السوق الغير منظمة: (des options de gré a gré sur devises): والذي يتميز بمايلي⁴:

تغطي صفة التعامل المباشر على التعاملات في الأسواق الموازية (OTC*) للخيارات على العملات، حيث لا يوجد أسواق مركزية معلومة، إذ يكون التواصل بين المتعاملين باستعمال الطرق المعروفة في الاتصال: الهاتف، ريترز(Reuters)، (Tebrate) وغيره، ونجد من المتعاملين الدائمين في هته الأسواق المؤسسات البنكية التي توفر من خلال تواجده نوعا ما من السيولة الايجابية للسوق، وترتكز هته الأسواق خاصة في كل من نيويورك، لندن وزيورخ(Zurich) وباريس، أما المتعاملين فيها الأكثر نشاطا فهم المؤسسات البنكية الانجليزية والأمريكية والسويسية والفرنسية بالإضافة إلى المؤسسات الاستثمارية الانجوساكسونية مع وجود بعض المؤسسات البترولية والشركات المتخصصة في مجال السيارات لكن يعتبر دورها هامشي باعتبار أن تدخلها يكون بصفة غير دائمة.

ويعتبر الدولار الأمريكي، والجنيه الإسترليني، الين الياباني، المارك الألماني، الفرنك السويسري من أهم العملات التي تم التعامل فيها حسب إحصائيات سطحية، وذلك بصعوبة الحصول على المعلومات الدقيقة الخاصة بالسوق الغير منظمة لعدم شفافيتها. وتعد ميزة السيولة الخاصة التي من اجلها يفضل المستثمرون التعامل في السوق الغير منظمة بدلا من السوق المنظمة، إذ يتم التعامل حتى فيما بين العملات الأوروبية في حد ذاتها فابرمه عقود فرنك سويسري، مارك ألماني، جنيه إسترليني، فرنك فرنسي وغيرها.

¹ - منير إبراهيم هندي-ج3 الخيارات، مرجع سابق، ص 340.

² - Michel Lavasseur, Aimable Quintart, Op cit, P 301.

³ - John Hull, Op cit, P304.

⁴ - Michel Lavasseur, Ibid, P305-306

* - OTC: over-the- counter.

وفي السوق الموازي يتم تداول عقود خيار شراء على العملات كما يتم أيضا تداول عقود خيار بيع العملات، ونفس الشيء فيما يخص العقود حسب تاريخ التنفيذ فهناك عقود أوروبية وعقود أمريكية، ولكن كل هته العقود غير نمطية، أي يتم تفصيل شروطها وفقا لاحتياجات ظروفها سواء من حيث تاريخ التنفيذ أو سعر التنفيذ، أو حجم العقد، فقد حدد سعر التنفيذ برقمين بعد الفاصلة وليس أربعة كما هو الحال في السوق المنظم أما فيما يخص تاريخ التنفيذ فيتراوح بين 3 أشهر و6 أشهر وان كان من الممكن تحرير عقود يمتد تاريخ استحقاقه إلى سنة كما قد يتم أيضا تحرير عقدة الأجل تتراوح مدتها من يوم إلى أسبوع لكن هذا نادرا ما يحدث، أما فيما يتعلق بقيمة العقد فتتراوح بين 5 مليون إلى مئات الملايين من الدولارات.

4-1-3-تقييم الخيارات على العملات: يختلف تقييم الخيارات على العملات بحسب إذا كان الخيار أوروبي أو أمريكي، حيث في حالة الخيارات الأمريكية من الضروري وجود نموذج يأخذ بعين الاعتبار التنفيذ المسبق للخيار وهذا ما يفتقر إليه نموذج بلاك ستولز(1973) حيث لا يطبق هذا الأخير D في حالة الخيارات الأوروبية على العملات.

◆ نموذج كرمان — كوجلجاكين (Carman Kohlhagen): إن أساليب (formule) تقييم خيارات البيع الأوروبية على العملات وخيارات الشراء الأوروبية قد قدمت من طرف كرمان-كوجلجاكين سنة 1983 وهذا في إطار الفرضية التي وضعها نموذج بلاك لشولز(1973) لان نموذج بلاك لشولز سيتم نسخه بالتفصيل في المبحث الثالث¹. وتظهر قيمة خيار شراء أوروبي في هذا النموذج على النحو التالي:

$$C = Se^{-r*(T-t)} \times N(d1) - Ee^{-r(T-t)} \times N(d2)$$

مع أن:

$$d1 = \frac{[\ln(S/E) + (r - r + 0.5\sigma^2)(T - 1)]}{\sigma\sqrt{(T - t)}}$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{(T - t)}$$

أما قيمة خيار بيع أوروبي في هذا النموذج فهي كالآتي:²

$$P = Ee^{-r(T-t)} \times N(d2) - Se^{-r*(T-t)} \times N(d1)$$

مع أن:

$$d1 = \frac{[\ln(S/E) + (r - r^* + 0.5\sigma^2)(T - t)]}{\sigma\sqrt{(T - t)}}$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{(T - t)} \text{ بحيث:}$$

¹ -Mondher Bellalah, Yves Simon, Op cit, P214-215.

² - John Hull, Op cit, P305.

Ln : اللوغاريتم الطبيعي.	S : سعر الصرف في السوق الحاضر.
E : سعر تنفيذ الخيار.	r : معدل الفائدة domestique على العملة المحلية (الخالي من المخاطرة)
σ : الانحراف المعياري لأسعار الصرف في السوق الحاضر.	r* : معدل الفائدة etranger على العملة المحلية (الخالي من المخاطرة)
T : تاريخ تنفيذ الخيار.	t : الوقت الحاضر (الزمن الآتي).

إن الفرق بين قيمة المعادلات والتي استعملت في تقييم الخيارات الأوروبية على الأسهم بالاستعمال نظام بلاك لشولز هو أن I^* استعمل هنا في تعديل تعيين وخصم سعر الصرف في السوق الحاضر. ولتوضيح كيفية استعمال هذا النموذج، فلنفترض عقد خيار شراء أوروبي على الجنيه الإسترليني بالمعطيات التالية:

○ سعر صرف الدولار في السوق الحاضر مقابل الجنيه الإسترليني هو 1,8.

○ تاريخ تنفيذ الخيار هو بعد 3 أشهر.

○ معدل الفائدة الحالي من المخاطرة على الدولار 7%.

○ معدل الفائدة الحالي من المخاطرة على الجنيه الإسترليني 10%.

○ معدل التغير في أسعار الصرف (Volatilité) تقدر بـ 20%.

إذن: $C = 180e^{(0.1)(0.25)}$(1)

$$N(d1) - 180e^{(0.07)(0.25)}N(d2)$$

وعلى هذا الأساس لابد من حساب $d1$ و $d2$:

$$d1 = \frac{[\ln(180/180) + (0,06 - 0,1 + 0,5(0,2^2))(0,25)]}{0,2\sqrt{(0,25)}}$$

$$d1 = -0,05$$

$$N(d1) = 0,4801$$

$$d2 = d1 - 0,2\sqrt{(0,25)} = -0,15$$

$$N(d2) = 0,4404$$

في المعادلة (1) $N(d1)$ و $N(d2)$ وبالتعويض نجد $6,388 = 84,284 - 77,896$

◆ نموذج (Barone Adesi et Whaley): يعتبر هذا النموذج واحد من النماذج الملائمة لتقسيم الخيارات

الأمريكية على العملات، وذلك على غرار النموذج الثنائي (يتم دراسته بالتفصيل في المبحث الثالث)، لقد ظهر

هذا النموذج سنة 1987 وهو يقوم على أساس فرضية أن العملات تدر توزيعات نقدية مستمرة مثل الأسهم،

حيث عوضت تكلفة حامل الأسهم بمعدلات فائدة خالية من المخاطر (I^* و I).

وينطبق هذا النموذج على خيارات الأمريكية على العملات نحصل على ما يلي¹:

$$C(S,T) = C(S,T) + A2 \left(\frac{S}{S^*}\right)q^2$$

إذا كان $S < S^*$

¹ -Mondher Bellalah, Yves simon, Op cit, P219.

$$S \geq S \quad C(S,T) = S - E$$

مع العلم أن: $A2 = (S^*/q^2) \{1 - e^{-(r^*T)} N(d2(S^*))\}$

$$q^2 = [1 - \sqrt{1 + 4K}] / 2 \quad \text{et} \quad d2(S^*) = \frac{[(\ln(\frac{S^*}{E}))(r - r^* + 0.5\sigma^2 T)]}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$K = 2r / [\sigma^2(1e^{-rT})]$$

حيث:

C(S,T): قيمة الخيار الأمريكي
A(S/S*): هو معيار يتم على أساسه تقييم الإمكانية المتاحة لحامل الخيار في تنفيذ العقد قبل تاريخ انتهاء الصلاحية
S*: هو مستوى معين من سعر الصرف

فان سعر الخيار الأمريكي يمثل S^* من خلال هذه المعادلات نستنتج: إذا كان سعر الصرف اقل من سعر خيار أوروبي زائد قيمته مكافأة ناجمة عن إمكانية التنفيذ المسبق للخيار، أما إذا كان سعر S الصرف أكبر من S^* فينفذ عقد الخيار وتكون قيمته متمثلة فقط في القيمة الذاتية له أي سعر الصرف في السوق الحاضر مطروحا منه سعر التنفيذ (S-E).

4-2- عقود الخيارات على أسعار الفائدة:

4-2-1- ماهيتها: تعتبر عقود الخيارات على عقود مستقبلية على أسعار الفائدة أكثر العقود تداولاً في سوق الخيارات على أسعار الفائدة إذ أن عقود الخيارات على السندات لا تحظى باهتمام كبير في الأسواق المالية نظراً لمحدودية دورها.¹ وفي EuronexLife يتم التداول على عقود خيار على أسعار فائدة لـ 3 أشهر سواء بالجنه الإسترليني أو اليورو، هذا في بورصة فرانكفورت تتداول عقود خيارات على أسعار فائدة، أما في الولايات المتحدة وبالضبط في بورصة شيكاغو للتجارة (CME*) فإنه يتم التعامل على أسعار الفائدة المعروفة بـ Libor** لثلاثة أشهر وبدولار الأمريكي. وتكون في العادة عقود الخيارات على عقود مستقبلية من النوع الأمريكي.²

وتحقق هذه العقود لمشتري الخيار الحماية من مخاطر تغير أسعار الفائدة وبالاستفادة من التغيير الملائم في الأسعار، فحامل الخيار يمكن أن يأخذ مركز مقرض أو مقترض لمجموع معين من المال خلال فترة زمنية معينة ويسعر فائدة محدد سلفاً، فإذا ما تمكنا حول المقرض فإننا نقصد به حامل خيار البيع، أما المقترض فنقصد به حامل خيار الشراء. ففي حالة ما إذا كان حامل الخيار هو المقرض فبوسعه أن يتخذ القرارات المناسبة وذلك حسب الأوضاع السائدة:

- فإذا ما ارتفع سعر الفائدة السائد في السوق الحاضر حين تنفيذ الخيار عن سعر الفائدة المتفق عليه (سعر التنفيذ)، فان المشتري يستطيع التنازل عن تنفيذ الخيار ويكون بذلك قد خسر قيمة المكافأة (Premium)؛

¹ - Michel Lavasseur, Aimable Quitant, Op cit, P291.

* -CME: Chicago Mercantile Exchange.

** - LIBOR: London interbank offered rate.

²- Mondhen Bellalah, Yves Sinon, Op cit, P261.

- أما إذا انخفض سعر الفائدة السائد في السوق عن سعر الفائدة المتفق عليه، فبطبيعة الحال سيمارس المشتري خياره باقتراض بائع الخيار بمعدل أعلى من ذلك المتداول في السوق.

بالإضافة إلى هذا فيمكن أن يشتري حق خيار البيع على أسعار الفائدة التنازل عن خياره للغير من خلال السوق الثانوي (وذلك في حالة ما إذا كان السوق منظم).¹ كسائر الخيارات الأخرى فإن حامل الخيار الحق في تنفيذ الخيار وليس الالتزام، ولا يقتضي تنفيذ العقد تسليم القرض ذاته، فإن ذلك ليس أمراً وارداً أو مستهدفاً، ذلك أن التسوية تكون نقدية من خلال حساب الأرباح والخسائر.² وهذا، وتنطوي عقود الخيارات على أسعار الفائدة على تاريخ تسوية الذي يتمثل في التاريخ الذي تنتهي فيه صلاحية العقد، الذي عادة ما يكون هو تاريخ تسوية الفوائد على القرض ذاته، وهذا بخلاف تاريخ التنفيذ الذي تحدد فيه قيمة عقود الخيار.³

2-2-4 أنواع الخيارات على أسعار الفائدة: تتنوع الأنواع المختلفة لخيارات أسعار الفائدة بين الأسواق الرسمية والأسواق الغير رسمية، وان كان استخدامها من خلال الأسواق غير الرسمية يلقى قبولا واقيا لا يتفوق على الأسواق الرسمية⁴، ومع ذلك فإن الخيارات المتداولة في الأسواق المنظمة تقدم خدمة للأسواق غير الرسمية باعتبارها مؤشرا مهما لتوقعات أسعار الفائدة، تستعين بها المؤسسات العاملة أو المتعاملة في السوق الغير رسمية. وبعيدا عن الأسواق المنظمة والأسواق غير منظمة الخيارات على أسعار الفائدة، فإنه يوجد نوعين أساسيين من عقود الخيار على أسعار الفائدة هما: خيار الشراء (Call) وخيار البيع (Put).

أ- خيار الشراء على أسعار الفائدة: قد يستعمل خيار الشراء عادة للتغطية ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، فيعمل المستثمر الذي اقترض سلم معين من المال لاستعمال هذا النوع من الخيار بهدف وضع حد أقصى لسعر الفائدة على القرض. ويسعى المشتري لتنفيذ العقد عندما يكون سعر الفائدة في السوق أعلى من سعر التنفيذ، أو بعبارة أخرى عندما تكون قيمة العقد في المعادلة التالية موجبة:⁵

قيمة عقد شراء = غ $\frac{\text{محي}}{\text{س}}$ } (ل-ت) أو صفر أيهما أكبر}. حيث:

غ: قيمة المبلغ محل التعاقد.	ي: تمثل عدد الأيام الفعلية للقرض.
ل: سعر الفائدة (LIBOR) في تاريخ التنفيذ.	ت: معدل أو سعر التنفيذ المحدد في العقد.
س: عدد أيام السنة (عادة 360 يوم).	

ولتوضيح هذه الفكرة، لنفترض أن مؤسسة ما قد وقعت اتفاقا مع أحد البنوك، يتيح لها اقتراض مبلغ 5 مليون دولار بتاريخ استحقاق 3 أشهر، على أن يكون الاقتراض بعد شهرين من إبرام العقد، وذلك على أساس ليبور

¹ - طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 973.

² - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 183.

³ - منير إبراهيم هندي، ج 3 الخيارات، مرجع سابق، ص 428.

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان، نفس المرجع، ص 182.

⁵ - منير إبراهيم هندي، ج 3 الخيارات، نفس المرجع، ص 429.

السائد وقت الحصول على القرض مضافا إليه نقطتين 2%. في ظل هذه المعطيات قررت الشركة شراء خيار شراء على أسعار الفائدة لتجنب مخاطر التقلب في الأسعار، وأركانها هي كالتالي:

- تاريخ التنفيذ بعد شهرين (التاريخ المخطط له للحصول على القرض)؛
- سعر التنفيذ 10%؛
- مكافأة: 20 ألف دولار؛
- تاريخ التسوية*: تاريخ استحقاق القرض.

مع افتراض أن سعر الفائدة لليبور في تاريخ التنفيذ قد بلغ 11% فتكون قيمة العقد طبقا للمعادلة السابقة الذكر:

$$\text{قيمة العقد} = 5000,000 \times \frac{90}{360} \times (11\% - 10\%) \text{ أو صفر أيهما أكبر} \text{. تساوي } 12500 \text{ دولار.}$$

ب - خيار البيع على أسعار الفائدة: يستعمل هذا النوع من الخيار للتحوط كما يستعمل لمضاربة على توقعات مستقبلية، وتكون لهذا الخيار قيمة موجبة عندما تكون أسعار الفائدة في السوق أول من سعر التنفيذ، وذلك كما توضحه المعادلة التالية:¹ قيمة عقد شراء = غ $\frac{\text{حي}}{\text{س}}$ (ت-ل) أو صفر أيهما أكبر}.

ولتوضيح ما سبق، نفترض حالة بدلا تجاري التزم اتجاه أحد زبائنه بأن يقدم له بعد 30 يوم من الآن قرض بمبلغ 4 مليون دولار بتاريخ استحقاق 6 أشهر، وذلك على أساس ما سيكون عليه سعر الفائدة (libor) في تاريخ الحصول على القرض مضافا إليه هامش قدره 21%، فقرر البنك اتباع إستراتيجية قوامها شراء خيار بيع لمواجهة مخاطر تقلب أسعار الفائدة وذلك بتاريخ تنفيذ 30 يوما، وسعر تنفيذ 10%، ومقابل مكافأة قدرها 18 ألف دولار. ويصور الجدول الموالي سعر الفائدة الفعلي على القرض وذلك في سنوات مختلفة لليبور، مع ملاحظة أن قيمة المكافأة قدرها 18181 دولار (ذلك وفقا لفكرة تكلفة الفرصة البديلة):

* تاريخ التسوية: هو تاريخ يختلف عن تاريخ التنفيذ، وهو ذلك التاريخ الذي تنتهي فيه صلاحية العقد (تاريخ خاص لعقود الخيارات على أسعار الفائدة فقط).

¹ - منير إبراهيم هندي، ج3 الخيارات، مرجع سابق، ص 436.

الجدول رقم (08): العائد الفعلي في ظل وفي غياب عقد خيار البيع (عند مستويات مختلفة لليبور) %

سعر الفائدة		الحصيلة الكلية في ظل عقد الخيار	الفائدة على القرض (Libor+2%)	قيمة العقد	Libor في تاريخ التنفيذ
في غياب عقد الخيار	في ظل عقد الخيار				
11,5	29,33	4242667	182000	60667	7%
11,46	11,52	4242667	222444	20222	9
11,57	11,52	4242667	224487	18180	9,101
12,54	11,52	4242667	242667	صفر	10
13,62	12,59	4262779	262779	صفر	11
14,70	13,66	4283111	28311	صفر	12

المصدر: منير إبراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص 438.

ويلاحظ من خلال هذا الجدول ثلاث حالات أساسية وهي:

الحالة 1: عندما يكون Libor أقل من سعر التنفيذ 10%.

يحقق البنك بفضل عقد الخيار عائد ثابت على القرض قدره 11,52%.

الحالة 2: عندما يكون سعر الفائدة = Libor = سعر التعادل. العائد في ظل التغطية يساوي العائد في عدم التغطية.

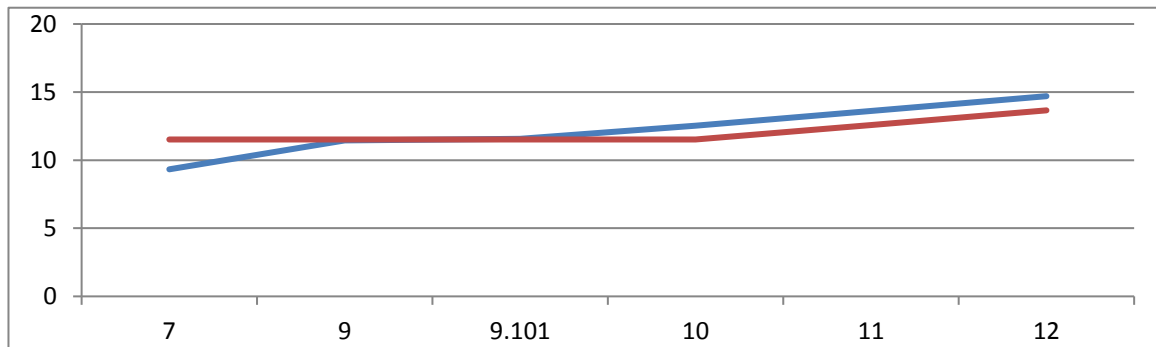
الحالة 3: سعر الفائدة في السوق أكبر سعر التنفيذ.

يرتفع العائد المحقق في ظل التغطية مع كل ارتفاع في سعر الفائدة في السوق إلا أنه يظل أقل من العائد الذي

كان يمكن أن يحققه البنك في غياب العقد، إذن ففي هذه الحالة لا يستفيد البنك من عقد الخيار.

والشكل الموالي يظهر عائد القرض في ظل وفي غياب خيار البيع بيانياً:

الشكل رقم (02): عائد القرض في ظل غياب خيار البيع



المصدر: منير إبراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص 439.

4-2-3- تقييم الخيارات على أسعار الفائدة: يعد تقييم الخيارات على أسعار الفائدة أصعب تقييم لعقود الخيارات، حيث لازالت تجري لحد الآن البحوث والدراسات حوله، ولم يتم التوصل إلى نتائج موحدة حول سعره. ويعود السبب الرئيسي لذلك في التغير الحاد لأسعار الفائدة في الأسواق المالية وفي كيفية قياس هذا التغير العشوائي لأسعار الفائدة وعليه فهناك العديد من النماذج المقترحة لتقييم الخيارات على أسعار الفائدة.

هذا وبعبارة أخرى، فإن مستوى التقلب في أسعار الفائدة تطغى عليه خاصية عدم الثبات إذ يتغير من تاريخ استحقاق لآخر، وعليه فإن عدم استقرار الأسعار له عدة تأثيرات على عمله التطورات التي تحدث في أسعار الفائدة وهذا ما يؤثر في النهاية حتما على عملية تسعيرها.

كما أظهرت العديد من الدراسات التطبيقية أن أسعار الفائدة لا تتجه فقط إلى مستويات عليا وأخرى دنيا بل يشهد هذا المعدل أيضا اتجاه نحو التوازن أو الاعتدال، ومعنى آخر فعندما يكون الفارق كبير بين مستوى سعر الفائدة القصير الأجل وسعر الفائدة الطويل الأجل، فهناك قوى في السوق تعمل على الرفع من سعر الفائدة القصير الأجل ليتساوى مع معدل الفائدة الطويل الأجل وذلك في نقطة توازن بينهما (مستوى التوازن).

وكما ذكرنا في تعريف عقود الخيارات على أسعار الفائدة، فإن الخيار على عقود مستقبلية على أسعار الفائدة يطغى على التعاملات في هذا السوق، وبناء على هذا سنركز في هذه الفقرة على تقييم الخيارات، وذلك من خلال نموذج بلاك-ستولز (1976).

ولتوضيح فكرة استخدام النموذج في هذا المقام، لدينا المعادلة التالي والتي هي لتقييم خيار شراء وبيع على

$$C = e^{-r(T-t)} [FN(d_1) - EN(d_2)]^1 \text{ وهي كالتالي:}$$

$$d_1 = [\ln(F/E) + 0,5\delta^2(T-t)] / \delta(T-t)^{1/2} \text{ حيث:}$$

$$d_2 = d_1 - \delta(T-t)^{1/2}$$

هذا فيما يتعلق بقيمة عقد خيار الشراء، أما فيما يخص قيمة خيار البيع فالمعادلة تكون على النحو التالي:

$$P = e^{-r(T-t)} [-FN(-d_1) + EN(-d_2)] \text{ إذ تمثل كل من:}$$

F: قيمة العقد المستقبلي.	E: سعر تنفيذ الخيار.
r: معدل الفائدة القصير الأجل.	δ: الانحراف المعياري لأسعار العقد المستقبلي.
T: تاريخ تنفيذ عقد الخيار.	t: الزمن الحاضر.

نلاحظ من خلال المعادلة أن معدل الفائدة r لا يظهر في المعادلة باستثناء حالة التأين $e^{-r(T-t)}$. وهذا ما

يستنتج منه أن هذا النموذج قد حل مشكل التغير في التقلب في سعر الفائدة إلى حد ما.

3-4- عقود الخيار على مؤشرات الأسهم:

3-4-1-نشأتها: يرجع تاريخ أول ظهور لعقود الخيارات على مؤشرات الأسهم إلى 11 مارس 1983، أي بعد عشرة سنوات من إنشاء السوق شيكاغو الخيارات المتداولة (CBOE)، وأبرم أول عقد خيار على مؤشر ستاندر آند بور (S&P100) والذي يضم 100 نوع من الأسهم المستعملة كأصول محل للتعاقد في عقود الخيارات على الأسهم في سوق (CBOE) والذي يعرف حاليا بمصطلح OEX ويعتبر هذا المؤشر حاليا من أهم المؤشرات التي يقوم عليها عقود الخيارات في العالم حيث تم تداول حوالي 130000 عقد خيار على هذا المؤشر خلال سنة 1999².

¹-Mandher, Bellalah, Yves Simon, Op cit, P262-263.

²-Jan Najarian, how I trade option, published by john wiley and sons, Canada, 2001, P128.

إن النجاح والتطور الذي وصل إليه تداول عقود الخيارات على مؤشر ستاندر آند بور كان له الدور و الأثر الكبير في إنشاء وقيام عقود خيارات على مؤشرات أخرى، كمؤشر (S&P500)، ومؤشر Nasdaq100(NDX) و مؤشر داو جون DowJones لمتوسطة الصناعة (cJx) و التي تعتبر حالياً الأكثر سيولة في السوق العالمية للخيارات، مع الإشارة أن هته العقود كان يتم تداولها في سوق شيكاغو للخيارات المتداولة (CBOE)¹.

أما في فرنسا فكان لابد من انتظار خريف 1988 لظهور أول عقد خيار على مؤشر CAC40* كان تداولها يتم من خلال سوق الخيارات المتداولة لباريس (MONEP) و تليها بعد ذلك نشأة عقود الخيار على مؤشر داو جون ستوكس 50 (Dow Jones stoxx50) و على مؤشر أورو داو جون ستوكس 250². لكن قبل كل هذا، فقد تم إصدار في 28 جانفي 1983 عقود خيار على عقود مستقبلية على مؤشرات الأسهم وذلك في سوق (CME) كما أصدرت العديد من هذه العقود في أسواق الخيارات في الولايات المتحدة وفي الأسواق المالية العالمية، لكن ما يمكن قوله عن هذا النوع من العقود أنه لم يلق رواجاً وقبولاً من طرف المستثمرين، وهذا ما أدى إلا عدم تمكن هذه الأسواق من التطور والازدهار ومن زيادة النشاط.

4-3-2- تعريفها: هي عقود خيارات ترم على مؤشرات الأسهم، وكما هو معروف يوجد لكل سوق مالية أو بورصة مالية في جميع أنحاء العالم مؤشر يعطي دلالات على اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة فيها، حيث يستخرج المؤشر عادة من عينة مختارة من الأسهم المتداولة في البورصة المعنية، فالمؤشر يعطي دلائل متعلقة باتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في البورصة خلال فترة معينة سواء كان هذا الاتجاه صعوداً أو هبوطاً³، وتشبه الاستراتيجيات الخاصة بعقود الخيارات على مؤشرات الأسهم إلى حد ما تلك العقود المتعلقة بالأسهم الفردية، حيث يقوم المستثمرون الذين يتوقعون حدوث ارتفاع في أسعار الأسهم المكونة للمؤشر بشراء عقود خيارات الشراء call بينما المستثمرون الذين يتوقعون حدوث هبوط في قيمة المؤشر بشراء عقود خيارات البيع، وتكون الخسائر القصوى الناجمة عن هاتين الإستراتيجيتين محدودة بقيمة المكافئة المدفوعة، ويمكن للأرباح أن تكون قياسية بسبب الرفع المالي الذي تتسم بها عقود الخيارات⁴.

4-3-3- خصائص عقود الخيارات على مؤشرات الأسهم: تتمثل هذه الخصائص في النقاط التالية:

◆ إن الاختلاف الجوهرى بين عقود الخيارات على الأسهم وعقود الخيارات على مؤشرات الأسهم. إن هذه الأخيرة لا تنطوي على تسليم فعلي للأسهم محل التعاقد سواء قبل تاريخ تنفيذ العقد وعند تاريخ تنفيذه، بل تتم تسوية هذه العقود على أساس نقدي (cash settlement) وفقاً للقيمة السوقية للمؤشر السائد في السوق.⁵

¹John Hull, Op cit, P154

* - CAC : cotation assisté en continu / Cme :chicago Mercantile Exchange.

²Didier Vitrac, tout savoir sur la bourse, gualino editeur, Paris, 2001, P286-287.

³Mondher Bellalah, Yves Simon, Op cit, P15.

⁴- عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 108.

⁵- طارق حماد، مرجع سابق، ص 103.

▲ أغلب عقود الخيارات ومؤشرات الأسهم لها تواريخ تنفيذ قصيرة الأجل إذ تتراوح مثلا تواريخ تنفيذ عقود الخيارات على مؤشر ستاندر آند بور 100 من شهر إلى 3 أشهر، لكن هناك أيضا عقود خيار طويلة الأجل والمعروفة بمصطلح "Leaps" متداولة في (CBOE) إذ يمتد تاريخ تنفيذها إلى 3 سنوات ويكون شهر تنفيذها ديسمبر. يحتوي سوق باريس للخيارات المتداولة عقود خيارات طويلة الأجل يمتد تاريخ تنفيذها إلى 6 سنوات¹.

▲ يتم تحديد سعر التنفيذ بطريقتين، الطريقة الأولى تعتمد على عدد النقاط الفعلية للمؤشر عند التعاقد ومن ثم تتم التسوية في تاريخ التنفيذ على أساس عدد نقاط المؤشر في ذلك التاريخ ويتم استعمال هذه الطريقة في عقد الخيار على مؤشر CAC40* فإذا كانت قيمة المؤشر مثلا 3500 نقطة فأن سعر التنفيذ يصبح 3500 أورو، أما الطريقة الثانية فيتحدد سعر التنفيذ على أساس ما يسمى بحجم العقد الذي يقدر على أساس قيمة اعتبارية، ويطلق عليها مضاعف العقد MultiplierContract فمثلا المضاعف في عقود الخيارات على مؤشر ستاندر آند بور 100 وستاندر آند بور 500 هو 100، بمعنى أنه لو كانت قيمة المؤشر في السوق الحاضر 1950 يكون حجم العقد 195000 دولار².

▲ يوجد في أسواق الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية نوعان من عقود الخيارات أما النوع الأول فيتمثل في عقود خيارات على مؤشرات عامة و كلية للسوق أما النوع الثاني فهو عقود خيارات على مؤشرات تمثل قطاع أو صناعة معينة كمؤشر ناصداك 100 المتخصص في قطاع التكنولوجيا ولكن أظهرت الإحصائيات أن هذا النوع الأخير من العقود لم يلق نجاحا كبيرا، إذ تركزت مجمل التداولات والمعاملات على عقود الخيارات على مؤشرات تمثل السوق ككل مثل عقود الخيارات على مؤشر S&P100 و مؤشر CAC40 (مؤشر يتم حسابه على أساس متوسط أسعار نوع من الأسهم لشركات فرنسية)³.

▲ إن متطلبات الهامش تكون ضرورية في حالة عقود الخيارات على مؤشرات الأسهم سواء كانت الخيار السوقي مغطى أو غير مغطى وذلك على عكس عقود الخيارات على الأسهم، من الاختلافات أيضا هو كون الأرباح الفعلية للعقود على مؤشرات خاضعة للضريبة، بوصفها دخلا عاديا Ordinary income كما تخضع الخسائر الفعلية والسوقية من الأرباح الرأسمالية التي حققها المستثمر من أنشطة استثمارية أخرى⁴.

4-3-4- تقييم عقود الخيارات على مؤشرات الأسهم: لقد لاقى عقود الخيارات على المؤشرات رواجاً كبيراً على أسواق الخيارات العالمية وذلك لعدة أسباب ومن بين هته الأسباب أن إدارة مخاطر المحفظة المالية بواسطة عقود

¹leaps: long-term equity anticipations Securities.

¹- John hull, Op cit, P300.

* cac: cotation assisté en continu

²- منير ابراهيم هندي، ج 3 الخيارات، مرجع سابق، ص 502.

³- Michel Lavasseur, Aimable Quitant, Op cit, P311.

⁴- نفس المرجع، ص 504-505.

الخيارات على المؤشرات أسهل من نظيرتها على الأسهم وعليه فالكثير من المدراء الماليين يفضلون الاستثمار في عقد خيار على مؤشرات على الاستثمار في العديد من الأسهم الفردية.¹

وبعيدا عن هذا، وخلال تقييمنا لعقود الخيارات على المؤشرات فإنه سوف لا يتم التطرق لتقييم عقود الخيارات على عقود مستقبلية على مؤشرات الأسهم نظرا لقلّة أهميتها مقارنة بالأولى، كما إننا سنكتفي بتقييم عقود الخيارات الأوروبية على مؤشرات الأسهم وذلك لأن مجمل العقود هي أوروبية وذلك باستثناء مؤشر S&P 100،² ويقوم هذا التقييم على افتراض أن المؤشر يشبه إلى حد ما أصلا يدر توزيعات مستمرة، وعليه يمكن إحداث تغييرات في نموذج بلاك ستولز بإدخال هذه التوزيعات، وتصبح قيمة خيار شراء على عقد خيار على

$$C = Se^{-q(T-t)}N(d1) - Ee^{-r(T-t)}N(d2)^3$$

حيث أن: $d1 = [\ln(Se^{-q(T-t)}/E) + r + 0,5\delta^2](T-t) / \delta(T-t)^{1/2}$

$d2 = d1 - \delta(T-t)^{1/2}$ وتمثل كل من:

S: سعر الأصل محل التعاقد	C: قيمة خيار الشراء الأوروبي
E: سعر تنفيذ الخيار الأوروبي	q: معدل التوزيع للمؤشر (Taux de distribution de l'indice)
r: معدل العائد الخالي من المخاطرة	δ: الانحراف المعياري لأسعار الأصل محل التعاقد
(T-t): تاريخ صلاحية عقد الخيار	

أما قيمة خيار البيع على مؤشر فتتحدد من خلال المعادلة التالية:⁴ $P = Ee^{-r(T-t)}N(-d2) - Se^{-q(T-t)}N(-d1)$

حيث أن: $d1 = [\ln(Se^{-q(T-t)}/E) + r + 0,5\delta^2](T-t) / \delta(T-t)^{1/2}$

$$d2 = d1 - \delta(T-t)^{1/2}$$

P: قيمة خيار البيع الأوروبي على مؤشر.

المطلب الثالث: أنواع أخرى لعقود الخيارات

لم تكتف مراكز البحث والابتكار بتقديم عقود الخيارات السالفة الذكر بأصولها وفروعها، بل توالى عمليات الابتكار إلى خيارات أخرى تمثل دوما الشغل الشاغل لرجال الأعمال والمؤسسات أصحاب رؤوس الأموال، ولن تكون منه الأدوات بالطبع نهاية المطاف في عالم المشتقات المالية، وسنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى بعض من هته العقود الأكثر شيوعا في الأسواق المالية العالمية.

1- عقود الخيارات الشاذة (les options exotiques): يرجع تاريخ ظهور هذه العقود إلى الثمانينات من القرن الماضي وذلك في ظل زيادة الحاجة لإدارة المخاطر المترتبة عن التغير العشوائي لأسعار الصرف⁵ وقد عرفت منه العقود أيضا بمصطلح عقود خيارات الجيل الثاني (Les options de seconde génération)، ويعتبر

¹ - طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 472-473.

² - John hull, Op cit, P299.

³ - Mondher Bellalah, Yves Simon, Op cit, P181.

⁴ - Ibid, P182.

⁵ - Francine Roure, stratégies financières sur le matif et le monep, economica, Paris, 1998, P32.

مارتون (Marton 1973) وكلدمان (Goldman)، Sosin، و كاتو (Gatto 1979) من أوائل الباحثين الذين اهتموا بدراسة العقود الشاذة.¹

إن عقود الخيارات الشاذة عبارة عن عقود غير نمطية يتم تداولها في الأسواق الغير منظمة، تتحدد مواصفاتها وفقا لاحتياجات طرفي العقد وخاصة تلك الاحتياجات المتعلقة بالتغطية في السوق، كما تسفر هذه العقود عن تدفقات نقدية أو غير نقدية تختلف عن تلك التي تسفر عنه عقود الخيارات التقليدية. ولقد لاقت هته العقود نجاحا مذهلا وقبولا واسعا من قبل المستثمرين حيث على الرغم من أنه هذه الأدوات المالية تمثل نسبة لينة في المحافظ المالية للبنوك الاستثمارية إلا أنها كانت في العديد من المرات مفيدة لتلك البنوك خاصة فهي تعطي لها العديد من الإمكانيات لتوسيع إستراتيجيتها المالية². وقد اعتبرت العقود الشاذة أيضا جذابة وذلك أيضا لعدة أسباب وجوانب قانونية وتنظيمية ومحاسبية وضريبية. تتميز أنواع العقود الخيارات الشاذة بالكثرة والتنوع، ونظرا لصعوبة حصر تلك العقود فسوف نتعرض لأكثرها شيوعا وانتشارا.

1-1 عقود الخيارات الآسيوية Les options Asiatiques: إن مصطلح الخيار الآسيويلا علاقة له بالقارة الآسيوية وإنما مسمى هكذا للتمييز بين خيارات لها مواصفات مختلفة، وإن كان بعض الكتاب يرجع مصدر هذا الاسم إلى المعاملات التي كانت تتم بين سماسرة وزبائنهم في اليابان حيث كانوا يبيعون لهم مثل هذا النوع من العقود لتغطية مخاطر أسعار الصرف وحاليا فعقود الآسيوية مستعملة بكثرة خاصة في أسواق الخاصة بمجالات الطاقة والبتروول إضافة بالطبع إلى أسواق الصرف، فهي توفر لمستعملها التغطية ضد التغيرات الحادة للأسعار في السوق العالمي وبأصل التكاليف مقارنة بالخيارات التقليدية.³

وتعرف الخيارات الآسيوية على أنها عقود لا يتم فيها التسوية النهائية (Payoff) وفقا لسعر الأصل محل التعاقد في أي وقت خلال مدة العقد، ولكن وفقا لمتوسط سعر الأصل محل التعاقد طوال مدة صلاحية العقد ويحتسب السعر على أساس المتوسط الحسابي Arithmeticaverage لذا يطلق على الخيارات الآسيوية أيضا مصطلح "خيارات متوسط السعر"، بينما قلة قليلة جدا تتعامل وفقا لمتوسط الهندسي Geometricaverage⁴. وتتحدد قيمة خيار الشراء الآسيوي على أساس المتوسط الحسابي بالمعادلة: $C=(S_{moy}-K)$ أو $C=(K-S_{moy})$ ، حيث:

S_{moy} : متوسط سعر شراء أو بيع الأصل محل التعاقد. K : سعر التنفيذ.

1-2 عقد خيار السلة options sur panier: هو عبارة عن عقد خيار تتعلق فيه قيمة Payoff بقيمة محفظة أو سلة أصول وتكون هذه الأصول في العادة عملات أو مؤشرات أسهم أو أسهم فردية⁶، ويسمح هذا

¹- François Quittard-Pinon, marchés des capitaux et theorie financiers, economica, Paris, P469.

²- John Hull, Op cit, P495.

³- François Quittard-Pinon, Ibid, P474

⁴- سمير رضوان، مرجع سابق، ص189.

⁵ John Hull, Ibid, P505.

⁶ Ibid, P510

النوع من العقود خصوصا في التغطية الشاملة وبأقل التكاليف لمجموعة من العملات، ويرجع سبب انخفاض هته التكاليف إلى كون التقلبات في قيمة المحفظة أقل من متوسط التقلب لسعر العملات المفردة التي تتكون منها تلك السلة، وعليه تكون قيمة المكافأة منخفضة.¹

2- عقود الخيار على العقود المستقبلية:

2-1- نشأها ومفهومها: لا تعتبر هذه العقود نشأة الابتكارات الحديثة وإنما يعود تاريخ ظهورها إلى القرن التاسع عشر، حيث لاقت قبولا واستحبابا من طرف المتعاملين والمستثمرين في تلك الفترة، لكن سرعان ما وجهت لها انتقادات واتهامات بأنها السبب في عدم استقرار الأسعار في الأسواق آنذاك إذ كانت تتداول في أسواق غير منظمة وفي ظروف تنعدم فيها أية سلطة رادعة للسوق أو أية ضمانات مالية تحمي المتعاملين.

وفي ظل هذه الانتقادات الموجهة لها قررت المحكمة العليا ل Illinois في عام 1885 بعدم شرعية التعاملات على عقود خيار المستقبلية، فأصبحت هته العقود منبوذة حتى من طرف الأوساط السياسية حيث قرر الكونغرس الأمريكي تغريم المتعاملين في هذه العقود بضرائب باهظة تجعلهم يتنازلون على الاستثمار فيها وذلك إلى غاية 1936 حين تقرر إيقاف العمل بها نهائيا.² وفي عام 1982 أنشأت لجنة تداول العقود المستقبلية على السلع (CFTC) التي أبقت الحظر المفروض على التعامل بعقود الخيار المستقبلية ورفضت حتى دراسته برنامج فتح سوق للتعامل عليها واستمر هذا الوضع إلى غاية 1 أكتوبر 1982، حيث وافقت اللجنة على إجراء تجارب لإعادة تداولها وذلك بتكليف كل بورصة تتداول فيها عقود مستقبلية، بأن تطرح عقد خيار على عقد مستقبلي على أصل معين، ونجحت التجربة ومن ثم تقرر السماح بتداول تلك العقود في جانفي 1987.

واعتبرت هذه العقود من أهم الابتكارات المالية التي شهدتها الأسواق المالية المنظمة في عقد الثمانينات إذ لم يتوقف تداولها على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية بل امتد إلى ما وراء المحيط الأطلسي، إذ تم تداول مثل هذه العقود في سوق Matif في فرنسا وغيرها من الأسواق الأوروبية والآسيوية.³ وبعبارة عن كل هذا، تعرف عقود الخيار على عقود مستقبلية أيضا بمصطلح عقود خيار على مستقبلات، وهي تلك عقود الخيار التي يكون فيها الأصل محل التعاقد عقد مستقبلي، فحامل عقد الخيار له الحق وليس الالتزام في تنفيذه، فإذا كان عقد خيار شراء على عقد مستقبلي فإن حامله هو صاحب مركز طويل على العقد المستقبلي محل التعاقد، ويتحصل في حال تنفيذه على الفرق بين سعر العقد المستقبلي في السوق الحاضر وسعر التنفيذ، أما إذا كان عقد خيار البيع على عقد مستقبلي فإن حامله هو صاحب مركز قصير على العقد المستقبلي محل التعاقد، ويحصل على Payoff يتمثل في الفرق بين سعر التنفيذ وسعر العقد المستقبلي في السوق الحاضر.⁴

¹ Dominique Poincelot, Op cit, P211.

² Yannick Marquet, les d'options négociables sur contrat a terme, economica, Paris, 1988, P11.

³ cftc: commodity futures trading commission.

³- Yannick Marquet, Ibid, P15.

⁴- John Hull, Op cit, P306-307.

ولتوضيح فكرة هته العقود، نفترض عقد خيار شراء على عقد مستقبلي على مادة النحاس، بتاريخ تنفيذ هو شهر سبتمبر وبسعر تنفيذ 70 سنتا لكل صفيحة من النحاس (وزن الصفيحة 453 غرام) وذلك مع العلم أن العقد المستقبلي يحتوي على 25000 صفيحة. فإذا ارتفع سعر صفيحة النحاس إلى 80 سنتا في يوم التنفيذ، هنا سيحصل مشتري العقد على مركز مشتري على عقد مستقبلي على النحاس، على أساس سعر الصفيحة 70 سنتا، أما الطرف الذي سيأخذ مركز بائع على ذلك العقد فهو المحرر، إذ نفذ العقد يكون من حق المشتري المطالبة بالتسوية النقدية التي تتمثل في الفرق بين سعر صفيحة نحاس في شهر سبتمبر مطروحا منه سعر التنفيذ لعقد الخيار، ويتحصل إذن مشتري الخيار على القيمة التالية: قيمة التسوية النقدية: $25000(0,80-0,70)=\$2500$ كما أن من حق المشتري (إذا ما رغب في ذلك) الإبقاء على العقد المستقبلي، أو أن يقفل مركزه بأخذ مركز عكسي، أي أن يدخل طرفا بائعا لعقد مستقبلي بنفس المواصفات، مكتفيا بالمبلغ الذي انتهت إليه التسوية النقدية، وهو ما يحدث في الغالب.

2-2- خصائص عقود الخيار على المستقبلات: تنفرد هذه العقود بخصائص تميزها عن غيرها، وهي:

- على عكس عقود الخيارات التقليدية، يقوم مشتري عقد الخيار على العقد المستقبلي في تاريخ التنفيذ بالتسوية النقدية لعقد الخيار، كما يصبح في نفس الوقت طرفا في عقد مستقبلي على الأصل ذاته، فلو أن عقد الخيار على العقد مستقبلي كان خيار شراء، فسوف يصبح مشتري العقد طرفا مشتريا في عقد مستقبلي والمحرر طرفا بائعا، أما إذا كان عقد الخيار على العقد المستقبلي هو خيار بيع، حينئذ يصبح مشتري العقد طرفا بائعا في عقد مستقبلي، والمحرر طرفا مشتريا.

- إذا دخل المحرر والمشتري كطرفين في ذلك العقد المستقبلي فإن بإمكانهما الإبقاء على مركزيهما عليه ولكن بشرط دفع متطلبات الهامش، فإن لم يرغب بذلك بإمكان كل طرف أخذ مركز عكسي على العقد المستقبلي فور تنفيذ عقد الخيار، لينتهي أمر ذلك العقد.¹

- معظم عقود الخيار على عقود مستقبلية هي من النوع الأمريكي. أي أن لحامل عقد الخيار الحق في تنفيذه في أي لحظة خلال مدة صلاحية العقد.²

- إن عقود الخيارات تصدر في سلاسل زمنية: سلسلة تشمل على عقود تصدر في جانفي، أفريل، جويلية، أكتوبر، وسلسلة تشتمل على عقود تصدر في فيفري، ماي، أوت، نوفمبر، ثم سلسلة ثلاثة تواريخ إصدارها مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر، بمعنى أنه يوجد بالفعل إصدارات لعقود الخيارات كل شهر، أما بالنسبة للعقود المستقبلية على الأصول المالية ومنها العملة فلها سلسلة واحدة تواريخ تسليمها هي مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر. وما يجري عليه العمل، أنه في أي لحظة يكون هناك خمسة عقود خيارات على العقود المستقبلية المتداولة،

¹- منير ابراهيم هندي، ج3 الخيارات، مرجع سابق، ص542.

²- John Hull, Op cit, P306.

هي العقود التي يجل تواريخ تنفيذها في الثلاثة شهور التالية، لأي شهر في سلسلة العقود المستقبلية، بالإضافة إلى العقود المستقبلية للشهرين التاليين في سلسلة تواريخ تسليم العقود المستقبلية.¹

- إن تاريخ تنفيذ عقد خيار على عقد مستقبلي يكون في تاريخ سابق لتسليم العقد المستقبلي إذ عادة ما يسبق بأيام قليلة فقط، فمثلا عقد الخيار على عقد مستقبلي على مؤشر S&P 500 تنتهي صلاحيته في نفس اليوم الذي تنتهي فيه صلاحية العقد المستقبلي محل التعاقد، أما تاريخ تنفيذ عقد الخيار على عقد مستقبلي على عملة في سوق CME فيكون قبل يومين من تاريخ تنفيذ عقد المستقبلي، أما بالنسبة لعقد الخيار على العقد المستقبلي على سندات الخزينة، الذي تاريخ تنفيذه شهر جوان، سيكون التنفيذ الفعلي هو شهر ماي، الذي فيه يأخذ المستثمر مركزا على العقد المستقبلي، أما تاريخ تسليم ذلك العقد فيكون في شهر جوان.

لكن هناك حالات استثنائية، فعقد الخيار على عقد مستقبلي على أورو دولار المتوسط الآجل المتداول في سوق CEM يكون فيه تاريخ انتهاء صلاحيته العقد المستقبلي يتراوح من سنة إلى سنتين بعد تاريخ تنفيذ عقد الخيار، نفس الشيء فيما يخص المنتجين المتداولين في سوق في سوق LiFFE وeurex والمتمثلين في: عقد الخيار على عقد مستقبلي على السندات الدولية (FGBL) وعقد الخيار على عقد مستقبلي على معدل الفائدة EuriBor لثلاث أشهر.²

2-3- مبررات استخدام عقود الخيار على المستقبلات: إن من المنطق أن نتساءل عن الإضافات التي جاءت به عقود الخيارات على العقد المستقبلية على أصل ما مقارنة بعقود الخيار على الأصل ذاته، فهناك أسباب عديدة تفسر إقبال المستثمرين عليها وعدة مبررات لاستمرارية التعامل بها في الأسواق المالية العالمية، ويمكن حصر كل هذا في النقاط التالية:³

- السبب الرئيسي يعود لكون العقد المستقبلي على أصل ما أكثر سيولة، وسهولة للبيع من الأصل ذاته، كما قد تسهم عقود الخيار على عقود مستقبلية في التخفيف من حدة ضعف سيولة الأصل بتداول في السوق الحاضر.

- تقدم هذه العقود خدمة للمتعاملين لا يمكن الحصول عليها من خلال عقود الخيار على الأصل نفسه، فمثلا لو أن شركة كندية دخلت في مناقصة لتنفيذ مشروع ما في فرنسا، وليست على يقين بأن العطاء سيكون من نصيبها، هنا قد تبرم عقد خيار على عقد مستقبلي على اليورو (ارجع إلى المثال السابق) وبالتالي تكون قد حققت غاية لا تدرك بواسطة العقد الخيار على أصل ذاته.

- تعد عقود الخيار على العقود المستقبلية أكثر نشاطا من عقود الخيار على الأصل ذاته، فمثلا تعتبر سوق المستقبلات على سندات الدولة أكثر نشاطا من تلك السندات التي تتداول في الأسواق الحاضرة. زيادة على ذلك فأسعار المستقبلات على سندات الدولة تكون معروضة ومعروفة لدى المتعاملين وذلك من خلال التعاملات التي تجري في بورصة CBOT وEurex وذلك على عكس السعر السوقي للسندات في السوق الحاضر الذي لا يمكن

¹ - منير ابراهيم هندي، ج3 الخيارات، مرجع سابق، ص544.

² - John Hull, Op cit, P308.

³ - Ibid, P308-312.

التحصل عليه إلا من خلال إجراء عدة اتصالات بالبائعين. نفس الشيء فيما يخص عقود المستقبلات على المواد الأولية حيث تعتبر أكثر سهولة من التعامل في المواد الأولية ذاتها.

- توفر هته العقود نوع من المرونة في التعامل، حيث إذا أبرم مستثمر ما عقد خيار لشراء على أصل معين (Spotoption)، فسوف يتطلب التنفيذ الوفاء بسعر التنفيذ بالكامل، أما لو كان قد أبرم عقد خيار على عقد مستقبلي، فلن يلزمه عقد خيار الوفاء بسعر التنفيذ إذ لن يتسلم الأصل محل التعاقد، بل سيتسلم عقد مستقبلي على ذلك الأصل والذي لا بد أن يكون تنفيذه في تاريخ لاحق وهذا ما يجعل هذه العقود جذابة لكثير من المستثمرين خاصة أئلك الذين يملكون رأسمال محدود، الشيء الذي يجعلهم عاجزين عن الوفاء بالتزاماتهم في حالة الاستثمار في عقد خيار على الأصل ذاته (Spotoption).

- باعتبار أن عقد الخيار على عقد مستقبلي والعقد المستقبلي يتم تداولهما في نفس (السوق المستقبلي المنظم) فإن هذه الخاصية تجعل من عمليات المضاربة والتغطية والمراجعة أكثر سهولة، كما يساهم كل هذا في تحسين كفاءة السوق، وتجدر الإشارة في الأخير إلى أن تكاليف المعاملات في عقد الخيار على عقد مستقبلي تكون أقل من نظيرتها في عقد الخيار في الأصل ذاته.³

3-عقود الخيارات على المبادلات: تعتبر هذه العقود مزيج من نوعين من الابتكارات المالية الحديثة عقد خيار لشراء وعقد مبادلة، وهي تتمثل في تحويل عقد مبادلة تقليدي إلى عد مبادلة اختياري¹. وقد عرف فرانك ريلبي الخيارات على المبادلات لأنها " تلك العقود التي تعطي لحامها الحق وليس الالتزام للدخول في مبادلة على سعر الفائدة وفقا لشروط يتم الترتيب لها مسبقا.

بينما عرفها شارلز ايرنجتونفي قوله "الخيارات على المبادلات أو كما يجب تسميتهاSwaption تأخذ شكل الخيار على مبادلة سعر الفائدة، وقد يتم هيكلتها كعقود الحد الأعلى للفائدة Caps أو الحد الأدنى Floor أو وفقا لعقود الطوق Collar بسعر تعاقدى يقابل احتياجات الزبائن".² فيما كان تعريف روبرت ميرتون أكثر دقة إذ قال أنه " يمكن تعريف الخيارات على المبادلات بأنها عقد بين طرفين والتي تمنح أحد الأطراف (المشتري) الحق وليس الالتزام عليه للدخول في مبادلة معينة في المستقبل بشروط المبادلة التي تم الترتيب لها في مستهل عقد الخيار على المبادلة، وفي مقابل الحصول على هذا الخيار فإن المشتري لعقد الخيار على المبادلة يدفع إلى محرر العقد تعوضا يتمثل في قيمة الخيار.³

ونستنج من التعريفات السابقة أن عقد الخيار على المبادلة هو عقد يعطي لحامله الحق وليس الالتزام للدخول في عقد مبادلة مع بائع عقد الخيار بسعر تنفيذ محدد عند تاريخ إبرام العقد وبوجود نوعين من هذه العقود عد خيار شراء (Call) وعقد خيار بيع (Put). ففي حالة خيار الشراء يكون لحامل العقد الحق في دفع سعر ثابت

¹- Gourlaouen, Op cit, P172.

²- سمير رضوان، مرجع سابق، ص268.

³- نفس المرجع، ص 272.

طوال حياة عقد المبادلة، أما في حالة خيار البيع، فمشتري عقد الخيار له الحق في الحصول على سعر فائدة ثابت طوال حياة عقد المبادلة كما أن لمشتري عقد الخيار سواء خيار شراء أو خيار بيع الحق في أخذ مركزي عكسي على عقد مبادلة وعدم الدخول كطرف في عقد المبادلة مكثفياً بذلك بالتسوية النقدية (Cush settlement). ولتوضيح فكرة هذه العقود، نفترض أن شركة أمريكية قامت بشراء عقد خيار شراء على مبادلة لثلاثة أسهم من شركة إيطالية على مبلغ 100 مليون دولار ولمدة 9 أشهر بسعر فائدة ثابت 5%، ففي نهاية ثلاثة أشهر يصبح بوسع الشركة الأمريكية أن تمارس حق الخيار بالدخول في المبادلة أو تكتفي بالتسوية النقدية، لا شك أن الشركة سوف تأخذ قرارها على أساس سعر الفائدة السائد حينذاك وأسعار الفائدة المستقبلية المتوقعة، فإذا ما قررت الشركة الأمريكية ممارسة حق الخيار فإن الأداء لن يختلف عن أداء المبادلة العادية من خلال دفع سعر فائدة ثابت 5% على مقدار 100 مليون دولار كل ثلاثة أشهر، في حين أن الشركة الإيطالية تقوم على الجانب الآخر بدفع سعر الليبور Libor على 100 مليون دولار كل ثلاثة أشهر.

هذا ويتم تداول الخيار على المبادلات من خلال الأسواق الغير منظمة وتكون في الغالب من النوع الأوروبي إذ نادراً ما يتم التعاقد على عقود أمريكية، ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات الراغبة في تجنب مخاطر التغير في أسعار الفائدة وكذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة، ذلك بأن المؤسسات التي تقتض سعر معوم تكون دائماً عرضة لارتفاع أسعار الفائدة وقد تلجأ إلى شراء عقد الحد الأدنى للفائدة أو ما يسمى بالسقف CAP لتقابل حجم المخاطرة إلى أقل حد ممكن، ولكن يرى الكتاب الغربيون أن الخيارات على المبادلات تعد بديل كاف لشراء عقد السقف CAP.

وفي نفس السياق تعتبر عقود الخيار على المبادلات أفضل بديل من عقود المبادلات المستقبلية، ويظهر الفرق بينهما في نفس الفرق الموجود من عقد الخيار والعقد المستقبلي.

المطلب الرابع: أهمية التعامل بعقود الخيارات

إن لعقود الخيارات أهمية كبيرة تجعلها تتميز عن باقي العقود اللاحقة للتنفيذ، وكذا عن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق الحاضرة، وتتجلى هذه الأهمية سواء على مستوى النظام المالي العالمي أو على مستوى المؤسسات العالية والوسيط، أو على المستثمرين الأفراد، ويمكن حصر هذه الأهمية في النقاط التالية:

- تستخدم عقود الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر التغيير في أسعار الأصول المالية والحقيقية فالمستثمرون سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية ووسيطه بحاجة ماسة لحماية استثماراتهم من تحركات الأسعار المعاكسة، أن توفير كمية تحويط يشجع المستثمرين في التعامل بالموجودات المالية، الاستثمار في عقود الخيار جاء لتلبية الحاجة المتنامية للطلب على آليات التحوط، باعتبار استخدامها بطريقة متميزة في تخفيف المخاطر السوقية¹، فمنها تكن

¹ - هوشيار كاكامولا، مرجع سابق، ص 161.

الاستراتيجية التي يتبادلها المستثمر فان النتيجة مهمة لأية عملية شراء أو بيع للخيارات، هي تعديل خصائص المخاطرة المرتبطة بمركز المستثمر.¹

- تعد أسواق الخيارات مجال متميز للمضاربة وذلك على غرار باقي أسواق العقود اللاحقة للتنفيذ، وذلك عن طريق تمكين متعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للاستثمار في تلك العقود، فالطرف الأول من العقد أي مشتري الخيار يتمكن عن طريق دفع المكافآت التي لا تمثل عادة سوى نسبة قليلة من القيمة الإجمالية للعقد من المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات، كما يمكن للطرف الآخر من العقد أي محرر الخيار من المضاربة على الارتفاع أو الانخفاض وذلك بدفع هامش ضئيل نسبياً لبيت المقاصة التي تقوم بدور الوسيط وذلك لتأمين الوفاء بالتزاماته لمشتري الخيار²، ولا يكتفي المضارب في سوق الخيارات بالمضاربة على التغييرات في الأسعار سواء بالانخفاض أو الارتفاع، بل يمكنه من خلال تركيبه وتوليفه من عقد الخيار المضاربة على قيمة مدي التغيير في أسعار الأصول المالية وعلى استقرارها وحتى على أقصى تغيير تصل إليه.

- إن آلية تداول عقود الخيارات أدت إلى تخفيض كبير في تكاليف المعاملات، فمثلاً عقد الخيار على الأسهم يتضمن 100 سنة، مما يعني أنه حتى لو كانت تكلفة المعاملات على العقد أعلى من مثلتها لشراء أسهم، فإن متوسط تكلفة المعاملات للسهم الواحد داخل العقد ستكون أقل، وزيادة على هذا فإن الكثير من المستثمرين يفضلون التعامل في أسواق الخيارات لما توفر له من تخفيض في ضريبته كما تعطي الأنظمة الضريبية ميزة لأرباح وخسائر تعامل في عقود الخيارات.³

- توفر الخيارات درجة عالية من المرونة تمكن المستثمرين من إنشاء مراكز مالية منها ما هو بسيط ومنها المعقد، وهذا ما يساهم في زيادة سيولة سوق عقود الخيارات وتتحصر المرونة المتأصلة في التعامل من خلال:⁴

- ◆ أن التداول يتم من خلال سوقين (سوق منظم وسوق غير منظم) وهناك عدة أنواع لعقود الخيارات؛
- ◆ اختيار المتعامل لتاريخ انتهاء أجل الخيار؛
- ◆ القدرة على اختيار أحد أسعار التنفيذ المختلفة والمتوفرة؛
- ◆ إمكانية تطبيق المستثمر لعدد كبير من الاستراتيجيات، تدرج في مستويات عائدها ومخاطرتها وفقاً لما يتناسب مع أهدافه وخطته؛
- ◆ المرونة في اختيار أحد أسلوبي الخيار وهما الخيار الأمريكي والخيار الأوربي؛
- ◆ حرية حامل الخيار بالتنفيذ أو في بيع الخيار بانحياز مركز معاكس؛
- ◆ يوفر التعامل بالخيارات فرصاً تتناسب مع كل من أهداف المتحوظين والمضاربين والمراجحين وفقاً لقدراتهم ورغباتهم في العائد وتحملهم للمخاطر؛

¹ - Francine Roue, Op cit, P391.

² - محمد مطر، مرجع سابق، ص 268.

³ - منير ابراهيم الهندي، ج3 الخيارات، مرجع سابق، ص 59-60.

⁴ - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص 164-165.

- يوفر التعامل بالخيارات فرصة الاستفادة بمزايا الرفع المالي، إذ يحقق الاستثمار في عقود الخيارات معدل عائد أعلى مما يتحقق من شراء أسهم ذاته.¹
- توفر الخيارات للمستثمرين مجموعة كبيرة ومتنوعة من التوليفات (عائد-مخاطرة) لم يكن وجودها ممكنا بدون عقود الخيارات كما قد تتيح هذه العقود الفرصة للمتعاملين في إدخال تعديلات على عائد ومخاطرة المحفظة، بشكل يجعلها أكثر جاذبية لهم، فمثلا يمكن للمستثمر تخفيض مخاطر بيع سهم على الكشوف بأن يدخل مشتريا لعقد خيار شراء على ذات أسهم، فارتفاع سعر سهم يلحق بالمستثمر خسائر في مركزه كبائع على الكشوف، يقابلها مكاسب من مركزه على خيار الشراء؛
- تساهم عقود الخيارات في تحسين العائد على المحفظة المالية، فمثلا إذا توقع مدير محفظة مالية مشكلة أساسا من الأسهم CAC40 لارتفاع مستقبلي لقيمة المؤشر، فإنه يمكنه بيع عقد خيار شراء بسعر تنفيذ أعلى من السعر المدفع لمؤشر CAC40، ففي حالة عدم ارتفاع الأسعار إلى مستوى سعر التنفيذ يكون مدير المحفظة قد ربح مكافئة، أما إذا انخفضت الأسعار فيحاول الموازنة بالدخل المكتسب من تحرير خيار الشراء، وفي أثناء ذلك سيستفيد من توزيعات الأرباح التي تدرها المحفظة؛²
- إن نماذج تسعير عقود الخيارات على الأسهم التي قدمها كل من فيشر بلاك و ستولز و روبرت ميرتون أحدثت ثورة في عالم المال، وساهمت في ازدهار وتطور الأسواق المالية العالمية، إذ تم تطبيق هذه النماذج تقريبا على كل الميادين المالية كإدارة المخاطر، تقييم الأصول المالية، إدارة المحافظ الاستثمارية وغيرها من الميادين، وأحسن دليل على نجاح هذه النماذج هو تحصيل كل من بيتر بلاك و روبرت نابرتون على جائزة نوبل للاقتصاد لسنة 1997؛³
- إن أسواق الخيارات لها تطبيقات على الاقتصاد ككل، ذلك أن كل من التضخم وتقليصات أسعار الفائدة وبالتالي أسعار أدوات الملكية والمديونية يمكن تحويطها ومدى معين من خلال أسواق الخيارات، فإذا كانت هناك تغييرات كثيرة للسياسات النقدية أو المالية تسبب تقلبا بأسعار هذه الموجودات، فإن التعامل بعقود الخيارات يمكن أن يخفف من الصدمات الناتجة عن تلك التقلبات.⁴

¹- طارق حماد، مرجع سابق، ص56.

²- Francine Roure, Op cit, P393.

³- Michel Fleuriot, yves simon, Op cit, P140-141.

⁴- هاشم فوزي، مرجع سابق، ص157

المبحث الثالث: أسس تقييم عقود الخيارات ونماذجها

لقد أحدثت عمليات تقييم الخيارات في القرن العشرين ثورة في عالم المال، ويتجلى ذلك من خلال تطبيق نتائج هذا التقييم على جميع ميادين المالية، وكذا في المساهمة في تطوير الأسواق المالية العالمية، ويعتبر تسعير الخيارات من العمليات الصعبة ذلك أن المعاملات الرياضية التي تقيم هذه الأسعار تحتوي على متغيرات مازالت قيمتها غير واضحة وتتحدد بناء على تنبؤات مستقبلية. وعلى هذا الأساس سنحاول من خلال هذا البحث التطرق أولاً إلى أسس تقييم عقود الخيارات باعتباره أساس وقاعدة دراسة نماذج تقييم الخيارات، وفي نقطة ثانية سوف يتم التعرض لمختلف الاستراتيجيات القائمة على أساس نتائج هذا التقييم.

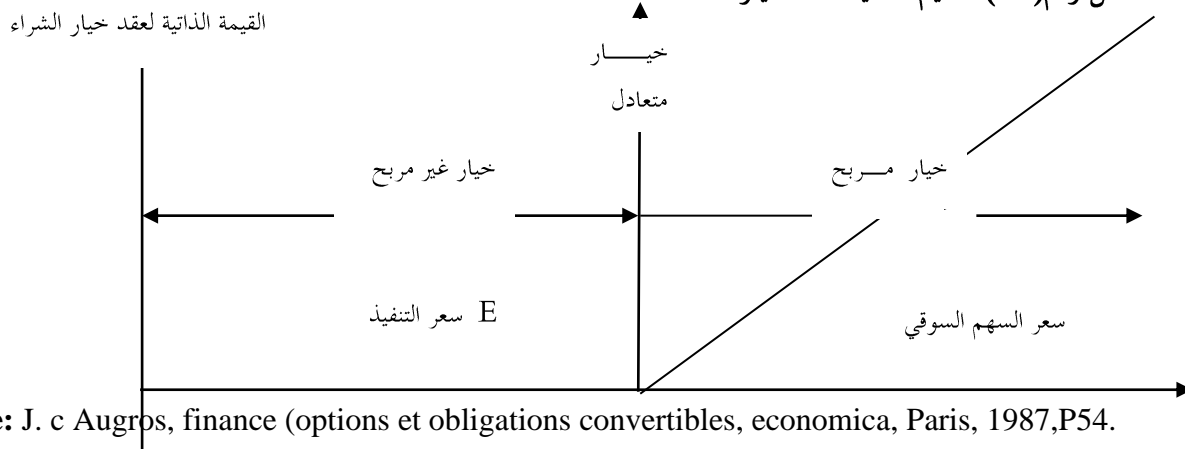
المطلب الأول: أسس تقييم عقود الخيار

يهدف هذا المطلب للتطرق لأسس تقييم عقد الخيار، التي تعتبر ضرورية وأساسية لحساب سعر الخيار، وكذا لفهم المبادئ التي يقوم عليها تقييم عقد الخيار.

1-1-1- قيم عقد الخيار: يتكون السعر السوقي لعقد الخيار من مجموع قيمتين: قيمة ذاتية (ضمنية) وقيمة زمنية.

1-1-1- القيمة الذاتية: القيمة الذاتية لعقد الخيار هي بكل بساطة الفرق الموجب بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد، وسعر التنفيذ المتفق عليه عند إبرام العقد¹، أو بعبارة أخرى فهي قيمة عقد الخيار لحظة التنفيذ الفوري للعقد، أي في تاريخ انتهاء صلاحية العقد إذا تعلق الأمر بخيار أوروبي أو في اللحظة التي رغب فيه مشتري الخيار تنفيذ عقد الخيار الأمريكي². تكون القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء موجبة إذا كان سعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ، ونقول في هذه الحالة إن عقد الخيار مدر للنقود أو مربح. وتكون القيمة الذاتية لخيار الشراء معادلة للصفر إذا كان سعر السهم السوقي اقل أو يساوي سعر التنفيذ، ففي حالة ارتفاع سعر التنفيذ عن سعر السهم السوقي نقول إن عقد الخيار غير مدر للنقود أو غير مربح، بينما يكون عقد الخيار متعادلاً إذا تساوى سعر التنفيذ مع سعر السهم السوقي³. والمنحنى الموالي يوضح القيمة الذاتية لعقد الخيار للحالات الثلاثة السابقة الذكر.

الشكل رقم(03): القيم الذاتية لعقد خيار



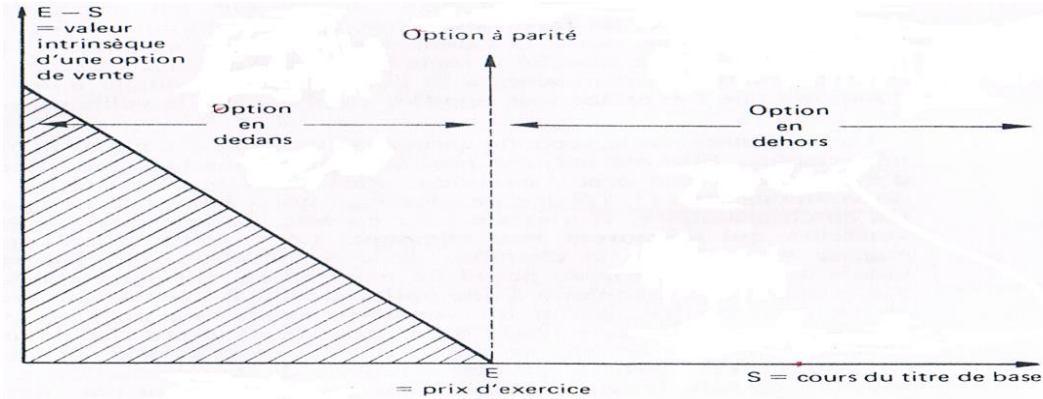
Source: J. c Augros, finance (options et obligations convertibles, economica, Paris, 1987,P54.

1- Gourlaouen, Op cit, P150.

2- Dominique Poincelot, Op cit, P197-198.

3- J-c Augros, Op cit, P53-54.

- وتنطبق نفس هذه التعريفات على خيار البيع ولكن بالعكس إذ أن¹:
- إذا كان $S > E$ نقول إن خيار البيع غير مربح وأن قيمة الذاتية تساوي الصفر.
 - إذا كان $S < E$ نقول إن خيار البيع مربح وأن قيمة الذاتية موجبة.
 - إذا كان $S = E$ نقول إن خيار البيع متعادل وأن قيمة الذاتية مساوية للصفر.
- والشكل الموالي يوضح القيمة الذاتية لخيار البيع للحالات الثلاثة السابقة الذكر
- الشكل رقم (04): القيمة الذاتية لخيار البيع للحالات الثلاثة السابقة الذكر



Source: Augros, Navatte, Op cit, P 21.

وتجدر الإشارة في الأخير إلى أن السعر السوقي لعقد الخيار لا يمكنه أن ينخفض عن قيمته الذاتية²، والسبب في ذلك أن المضاربون في السوق والذين يراقبون أسعار خيارات الشراء والبيع سيقومون بشراء ذلك العقود ويمارسوها ويكسبون أرباح مجانية وعديمة من المخاطرة، وعليه سوف يكون هناك فارق ايجابي بين سعر الخيار والقيمة الذاتية وهذا ما يتم تناوله في النقطة الموالية.

1-2- القيمة الزمنية: إن القيمة الزمنية لعقد الخيار لها علاقة بالزمن، ومدة عقد الخيار، فكلما كانت المدة طويلة، كانت القيمة الزمنية مرتفعة، لكن في نفس الوقت فهي تتعلق بالتقلب في أسعار الأصل محل التعاقد، أو بعبارة أخرى فالقيمة الزمنية تتعلق باحتمالات التغير في أسعار الأصل محل التعاقد طوال فترة حياة عقد الخيار³. إذ أن القيمة الزمنية تعبر عن احتمال حدوث تغيرات ايجابية في سعر الموجود بالنسبة لحامل العقد، بحيث تمكنه من تحقيق أرباح أعلى حتى اليوم الأخير لمدة نفاذ العقود⁴، وطالما أن المستثمرين هم في استعداد لدفع سعر مقابل هذه التحركات الايجابية المستقبلية، فانه سيكون للوقت قيمة موجبة، وهذه القيمة تكون في أعلى مستوى لها لحظة إبرام العقد وتتنافس تدريجياً لتصل إلى أدنى مستوى لها عند انتهاء اجل العقود، وهذا ما يفسر حقيقة أن قيمة عقد الخيار عند انتهاء صلاحيته تكون مساوية لقيمه الذاتية.

والشكل الموالي يظهر القيمة الزمنية لعقد الخيار من تاريخ إبرامه الى تاريخ انتهاء صلاحيته

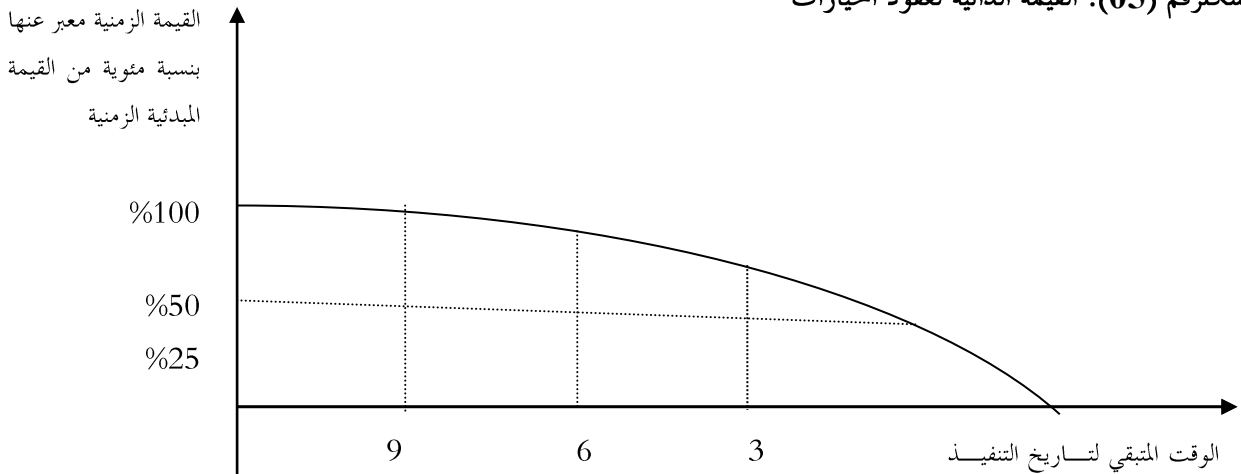
¹ - طارق حماد، مرجع سابق، ص 80

² François Quitard-pinon, Op cit, P268.

³ Didier Vtrac, Op cit, P279.

⁴ Gourlaouen, Op cit, P157.

الشكل رقم (05): القيمة الذاتية لعقود الخيارات



Source: Nicolas Chanut, Op cit, P32.

2- محددات سعر عقد الخيار: سواء تعلق الأمر بالمكافأة أي سعر شراء العقد أو بسعر إعادة بيعه في السوق الثانوي، فإن ما يحصل عله المحرر أو البائع يتوقف على عدد من المتغيرات والعوامل والتي يمكن تقسيمها إلى نوعين: محددات خارجية تتعلق بالأصل محل التعاقد، وأخرى داخلية تابعة من عقد الخيار في حد ذاته، وتتمثل المحددات الخارجية في السعر السوقي للأصل محل التعاقد (أسهم)، وتقلبات سعر الأصل محل التعاقد، والمداخليل النقدية الناتجة من الأصل محل التعاقد (توزيعات الأرباح في حالة توزيعها)، ومعدل الفائدة القصير الأجل. أما العوامل الداخلية فتتمثل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد وسعر التنفيذ.

2-1- المحددات الخارجية لسعر عقد الخيار: تتمثل هذه المحددات في اربعة نقاط هي كالتالي:

2-1-1- السعر السوقي للأصل محل التعاقد (السهم): يعتبر السعر السوقي للسهم أحد العوامل الأساسية لتحديد قيمة الخيار. إذ لمستوى سعر السهم تأثير مباشر على القيمة الذاتية لعقد الخيار، فأى زيادة في القيمة السوقية للسهم لها تأثير موجب على القيمة الذاتية لخيار الشراء. بينما يكون لها تأثير سلبي على القيمة الذاتية لخيار البيع، والعكس فإن أي انخفاض في القيمة السوقية للسهم يؤدي إلى خفض في سعر الشراء، بينما يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة خيار البيع¹، فكما هو معلوم فخيار الشراء يحقق الأرباح لمشتريه إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، بينما يحقق مشتري خيار البيع الأرباح عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم².

إضافة إلى هذا فإن المكافأة التي يتحصل عليه المحرر عند إبرام العقد تتأثر كذلك بالقيمة السوقية للسهم في السوق الحاضر، فمن الطبيعي أن يطلب المحرر مكافأة مرتفعة في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم مقارنة بسعر التنفيذ (خيار الشراء)، وذلك لأن المخاطر المصاحبة لتحرير خيار شراء على سهم قيمته في السوق الحاضر مرتفعة تفوق المخاطر المصاحبة لتحرير خيار شراء على سهم قيمته في السوق منخفضة³، أما بالنسبة لمشتري خيار الشراء

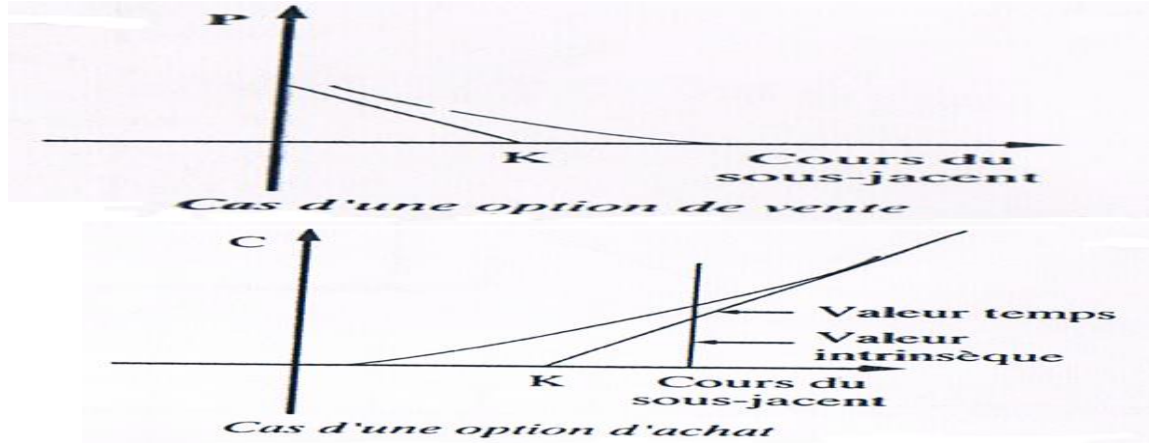
¹ - عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، بدون سنة نشر، ص386.

² - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص190.

³ - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص600.

فإنه يكون مستعدا لدفع علاوة أكبر للحصول على خيار شراء على سهم يتصف بارتفاع سعره السوقي، وذلك لزيادة احتمالية أن ينفذ الخيار محقق أرباحا.

الشكل رقم (06): تأثير القيمة السوقية للسهم على خيار الشراء والبيع



Source: François Quittard-Pinon, Op cit, P268.

2-1-2- درجة التقلب في سعر الأصل محل التعاقد (السهم): لقد أثبتت روبرت ميرتون (Merton) أن لقيمة عقد الخيار علاقة طردية مع درجة التقلب في سعر الأصل محل التعاقد (السهم)، ويشير إلى أنه في أسواق الخيارات يتم المضاربة على ارتفاع الأسعار (خيار الشراء)، وعلى انخفاضها (خيار البيع)¹، وعليه ففي حالة عقد خيار على أصل يتسم باستقرار الأسعار، فإن غرض تحقيق قيمة ذاتية لعقد الخيار موجبة عند تاريخ التنفيذ تكون ضئيلة، على العكس من ذلك فإنه كلما كانت التقلبات كبيرة في سعر السهم كلما كانت فرص أفضل أمام مشتري الخيار لتنفيذ العقد وتحقيق أرباح على حساب المحرر²، وينطبق هذا على خيار الشراء كما ينطبق على خيار البيع، فحتى لو كانت القيمة السوقية للسهم الآن أقل من سعر التنفيذ (خيار الشراء) فكانت هناك في نفس الوقت تقلبات كبيرة لسعر السهم، فإن احتمال أن تنفيذ الخيار محقق ربحا تكون مرتفعة³ وزيادة على ذلك ففي حالة أن التقلبات لم يكن في صالح مالك الخيار، فإن خسائره تكون محدودة بقيمة المكافأة أما أرباحه فتكون غير محدودة وكبيرة مع كبر مدى التقلب في سعر السهم⁴.

وباعتبار كل فرصة تقابلها تكلفة في البورصة، فيكون حتما على محرر الخيار المطالبة بمكافأة مرتفعة تعوضه عن المخاطر الناجمة عن إمكانية واحتمال تحقق توقعات المشتري، هذا ويعبر عن درجة التقلب في السعر السوقي لسهم في نظرية الأسواق المالية الحديثة بالانحراف معياري لعوائد الأصل، لكن عادة يفضل المستثمرون الأفراد التعبير عن مدى التقلب في سعر السوقي للسهم بالنسب المتوية، حيث كلما ارتفعت هذه النسبة كلما ارتفعت القيمة الزمنية لعقد الخيار.

¹ - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص190.

² Didier Vitrac, Op cit, P280.

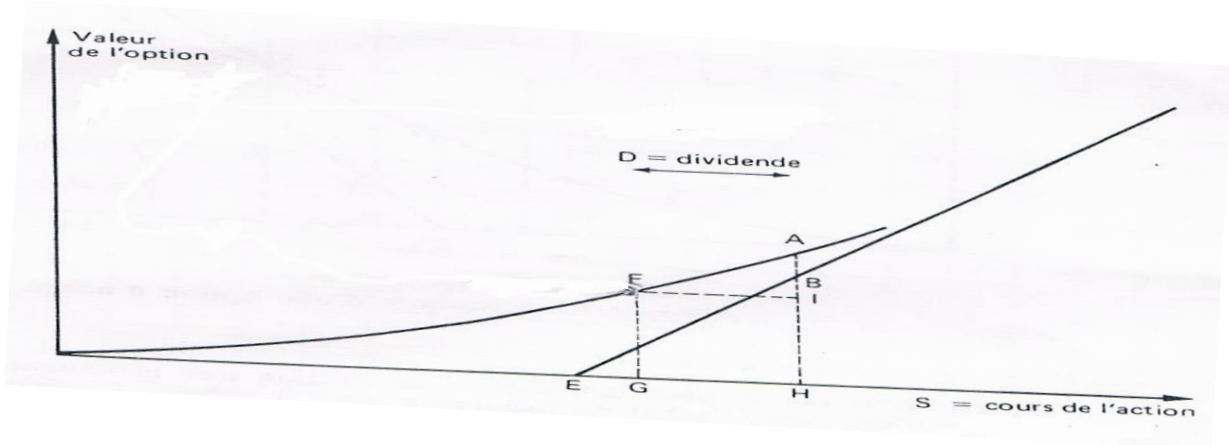
³ - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص607.

⁴ J.c Augros, P. Navatte, Op cit, P24.

2-1-3- اجراء توزيعات نقدية: عندما يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات أرباح في تاريخ معين، فإنه يطلق على هذا التاريخ بتاريخ السجل، وإذا ما اشترى في اليوم التالي لذلك التاريخ فليس من حقه المطالبة بتلك التوزيعات غير أنه سيدفع في هذا السهم مبلغ منخفض بمقدار قيمة الكوبون الموزع، وعليه فإن التوزيع النقدي سيعود بالفائدة على كل من مشتري خيار البيع ومحرم خيار الشراء، إذ أن انخفاض القيمة السوقية للسهم ينتج فرص أكبر لمشتري خيار البيع لكي يصل سعر السهم في السوق الحاضر إلى مستوى أقل من سعر التنفيذ، وبالتالي تزداد إمكانية تحقيق أرباح عند تاريخ التنفيذ نفس الشيء في ما يخص محرم خيار الشراء، فإن هذا الانخفاض في السعر السوقي للسهم له أثر إيجابي في احتمال عدم تنفيذ العقد، وبالتالي سوف تكون فرص المحرم كبيرة في الحصول على مكافأة، وعلى العكس من ذلك فإن إجراء توزيعات نقدية خلال فترة حياة عقد الخيار يكون له الأثر السلبي على كل من مشتري خيار الشراء ومحرم خيار البيع، حيث إذا نفذ الخيار فسوف يحصلون على أسهم قيمتها منخفضة مقارنة بالقيمة السوقية للسهم في السوق الحاضر¹.

وعليه فإن أي تحرير لعقد خيار لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار تواريخ التوزيعات، فإذا كانت التوقعات تشير مثلاً إلى أن التوزيع سيكون في لحظة معينة خلال فترة حياة العقد، فإنه من مصلحة محرم خيار البيع المطالبة بمكافأة مرتفعة تضاهي مقدار المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها². ونود أن ننوه هنا، أن لخيار الشراء الأمريكي أفضلية على خيار الشراء الأوروبي في حالة إجراء توزيعات نقدية إذ بإمكان حامل خيار الشراء الأمريكي التنفيذ المسبق لعقد الخيار، أي في تاريخ يسبق تاريخ إجراءات التوزيعات هكذا يتحصل على الأسهم مرفوقة بالكوبونات، فهنا امتلاك خيار الشراء الأمريكي جنب حامله مخاطر انخفاض نسبة الأصل محل التعاقد³.

الشكل رقم (07): تأثير اجراء التوزيعات النقدية على قيمة خيار الشراء



Source: J.c Augros, P. Navatte, Op cit, P25.

2-1-4- معدل الفائدة القصير الأجل: باعتبار أن الاستثمار في عقود الخيار يتطلب مبالغ قليلة مقارنة بالاستثمار في الأصل ذاته، ففي حالة ارتفاع معدلات الفائدة، فإنه يكون من الأفضل أن يوظف المستثمر جزءاً من أمواله في

¹ J.c Augros, Op cit, P59.

² J.c Augros, P. Navatte, Op cit, P25.

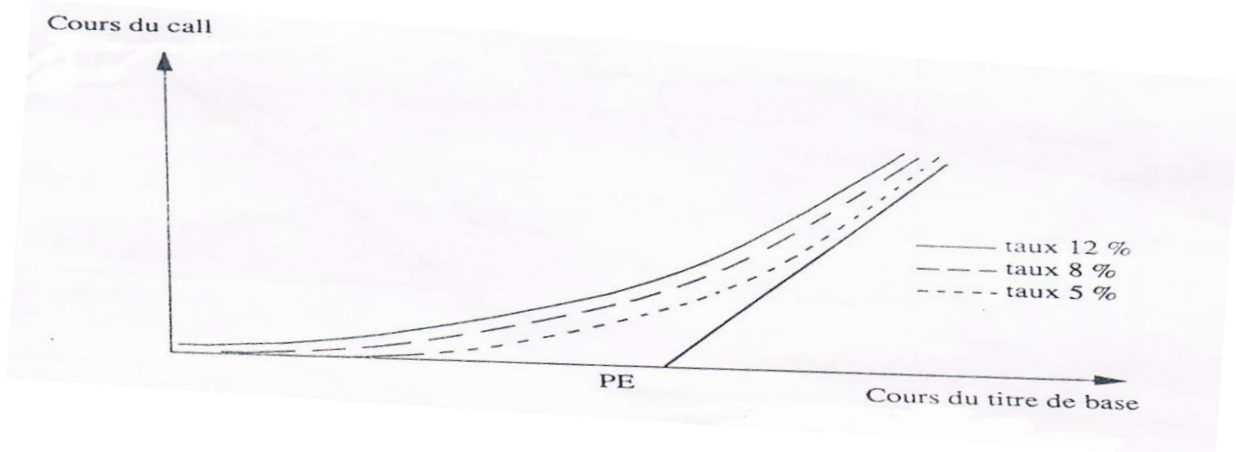
³ Michel Lavoisier, Op cit, P 318.

شراء خيار شراء واستثمار الجزء المتبقي في استثمارات أخرى خالية من المخاطرة، كالسندات والوديعة المصرفية، وذلك على أن يوظف كل أمواله في شراء سهم ما في السوق الحاضر، وفي هذه الحالة سيكون المتعاملون في أسواق الخيارات المتسمة بالفعالية في استعداد لدفع مكافآت ترتفع قيمتها مع كل ارتفاع في أسعار الفائدة¹.

وينظر البعض إلى معدلات الفائدة الخالية من المخاطرة بأنها تكلفة الفرصة البديلة، وهذا مما يجعل محرر خيار الشراء يطالب بمكافأة مرتفعة في حالة ارتفاع معدلات الفائدة²، فلو لم يحصل المستثمر على مكافأة عالية في مقابل عقد الخيار الذي يجره، (وهو عادة ما يكون عقد خيار مغطى)، فسوف يكون من الأفضل له أن يبيع السهم الذي يملكه بدلا من تحرير عقد عليه، ثم يستثمر الحصيلة في وديعة مصرفية أو سند مثلا لكي يستفيد من الارتفاع في أسعار الفائدة³، بل ومن المتوقع أن تكون مكافأة خيارات الشراء أكبر من مكافأة خيارات البيع على أساس أن خيار البيع لا يتطلب من المحرر امتلاك الأصل محل التعاقد.

أما تفسير انخفاض المكافأة في خيارات البيع عندما تكون معدلات الفوائد مرتفعة، فهو أن المحرر يمكنه الحصول على عائد مرتفع من استثمار قيمة المكافأة بما يستحقه على قبول مكافأة أصغر، كذلك فإنه على عكس عقود خيار الشراء، التي يتمتع فيما تشتري العقد بميزة انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي يدفعه للمحور، نتيجة ارتفاع معدل الخصم المصاحب لارتفاع سعر الفائدة، فإن مشتري خيار البيع لا يتمتع بذلك الميزة، بل يتمتع بها محرر العقد ففي ظل انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ، فإن المحرر سيكتفي بالمطالبة بمكافأة قليلة نسبيا والشكلان المواليان يظهران تغير قيمة كل من خيار الشراء وخيار البيع تبعا للتغيرات الجارية في أسعار الفائدة.

الشكل رقم(08): تأثير سعر الفائدة على قيمة خيار الشراء



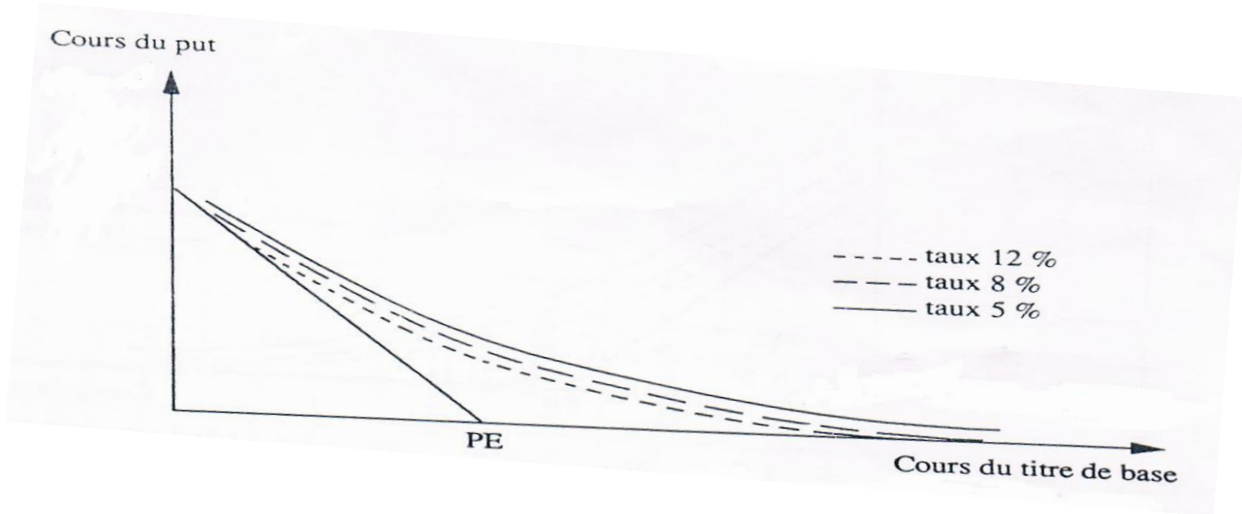
Source: Nicolas Chanut, Op cit, P36.

¹- J.c Augros,P. Navatte, Op cit, P26.

² - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص194.

³ - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص608.

الشكل رقم(09): تأثير سعر الفائدة على قيمة خيار البيع



Source: Nicolas Chanut, Op cit, P36.

2-2-المحددات الداخلية لسعر عقد الخيار: وتتمثل هذه المحددات في كل من: تاريخ التنفيذ، سعر التنفيذ.
2-2-1-تاريخ التنفيذ: يكون لعقد الخيار قيمة عندما يكون هناك فترة زمنية متبقية حتى بلوغ تاريخ إنهاء صلاحية، وتتناقص هذه القيمة مع مرور الزمن لتصبح عند تاريخ التنفيذ مساوية للصفر¹، وعليه فكلما طالّت مدة حياة الخيار كلما كانت قيمته الزمنية مرتفعة، وذلك لزيادة فرص مشتري عقد الخيار (سواء كان خيار شراء أو خيار بيع) في تحقيق الأرباح على حساب المحرر²، وباعتبار أن القيمة السوقية لعقد الخيار هي مجموع قيمتين: قيمة ذاتية وقيمة زمنية، فإنه أي ارتفاع في القيمة الزمنية سيؤدي بالطبع إلى ارتفاع القيمة السوقية لعقد الخيار، ويمكن التعبير عن ذلك إحصائياً بأن الانحراف المعياري للتغير في الأصل المالي خلال سنة واحدة يساوي 12 مرة نظيره خلال شهر واحد، كما تشير الدراسات التطبيقية في أسواق الخيارات إلى أن للقيمة الزمنية لعقد الخيار علاقة مع الجذر التربيعي لمدة حياته، وهذا ما يزيد في صدق العلاقة الطردية بين طول مدة حياة عقد الخيار وقيمته السوقية³.

ومن المعلوم أن حاملي خيارات البيع والشراء لا ينفذون خيارهم إلا إذا كان في ذلك التنفيذ مكسب لهم، فإن مصلحتهم أن يكون تنفيذ العقد إلا في لحظة وتاريخ التنفيذ المتفق عليه عند إبرام العقد⁴، حتى لو كان عقد الخيار أمريكي، إذ أن التنفيذ المبكر قد يحرم المشتري من الاستفادة من القيمة الزمنية للعقد، وعليه فإنه من الأفضل له (إذا أراد) أن يبيع عقد الخيار في السوق الثانوي، أي أن يباع من مستثمر إلى آخر حتى بلوغ لحظة التنفيذ، التي تكون فيه القيمة السوقية للعقد مساوية لقيمته الذاتية حيث تشير الإحصائيات إلى أن 2% فقط من الخيارات

¹ - عبد الغفار حنفي، بورصة الاسواق المالية، مرجع سابق، ص444.

² - J.c Augros, Op cit, P61.

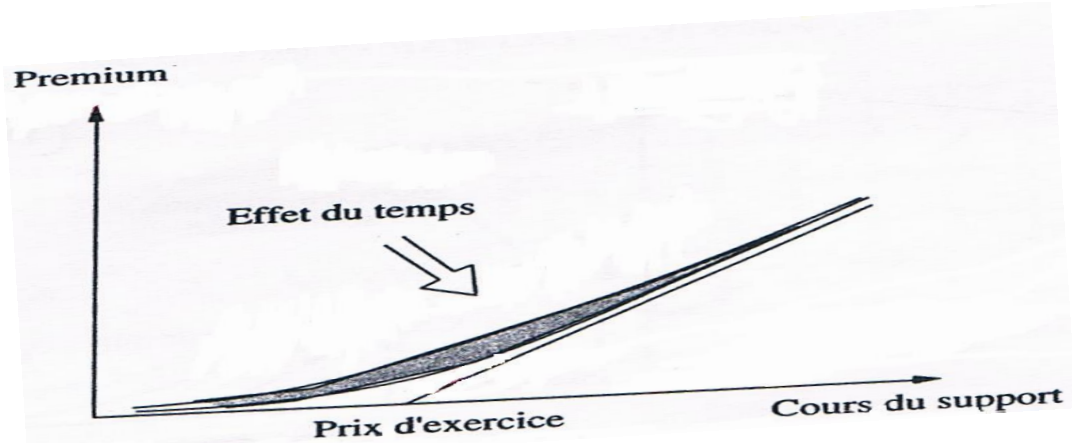
³ - Michel Lavasseur, aimable quintart, Op cit, P319.

⁴ - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص192.

المتداولة يتم تنفيذها في وقت سابق لتاريخ التنفيذ، وذلك إذا استثنينا طبعاً التنفيذ المبكر للخيار وامتلاك السهم قبل إجراء توزيعات تفوق قيمتها القيمة الزمنية لعقد الخيار¹.

المنحنى التالي يظهر أثر طول مدة حياة الخيار على قيمته لمكافآت خيار شراء.

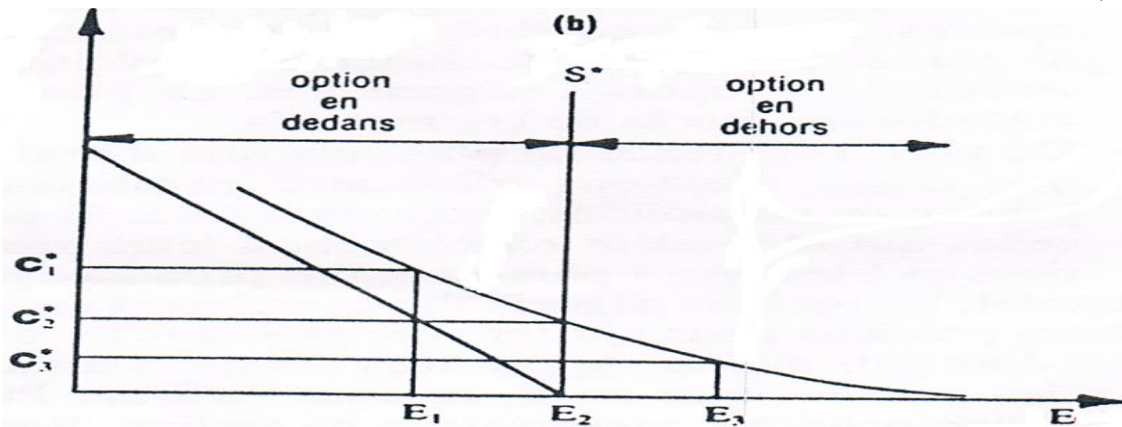
الشكل رقم (10): أثر طول مدة حياة الخيار على قيمته لمكافآت خيار شراء



source: Michel Lavasseur, aimable quintart, Op cit, P320.

2-2-2- سعر التنفيذ: إن للعلاقة بين التنفيذ والقيمة السوقية للسهم تأثير على قيمة المكافأة التي يطلبها المحرر، وتكون هذه العلاقة عكسية بين سعر التنفيذ وسعر خيار الشراء، فكلما زاد سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للأصل محل التعاقد، فإن ذلك يعني إمكانية تحقق خسائر لمشتري خيار الشراء في تاريخ التنفيذ وتقليل احتمالية تحقق أرباح، وعليه فإنه لن يكون راغباً في دفع سعر مرتفع لهذا النوع من الخيارات حيث أشار مرتون إلى أن احتمال تنفيذ خيار شراء يكون أكبر عندما يكون سعر التنفيذ منخفض مقارنة بسعر الأصل في السوق الحاضر، وبين مرتون أن علاقة سعر خيار الشراء بسعر تنفيذه تشكل منحنى مقعر نحو الأعلى². والشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (11): التغير في قيمة مكافأة خيار الشراء تبعاً للتغير في سعر تنفيذه

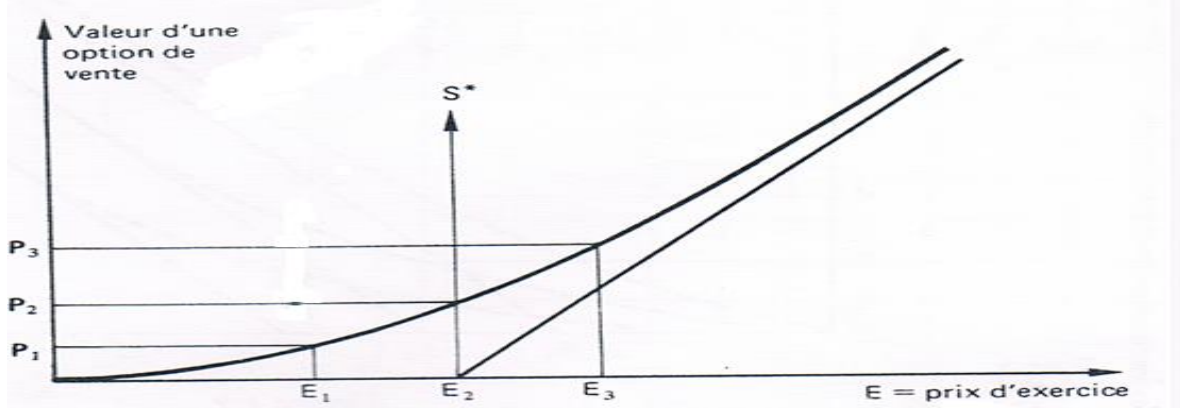


Source: J.Claude Augros, Op cit, P62.

¹ - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 605-606.

² - C Augros, P. Navatte, Op cit, P27.

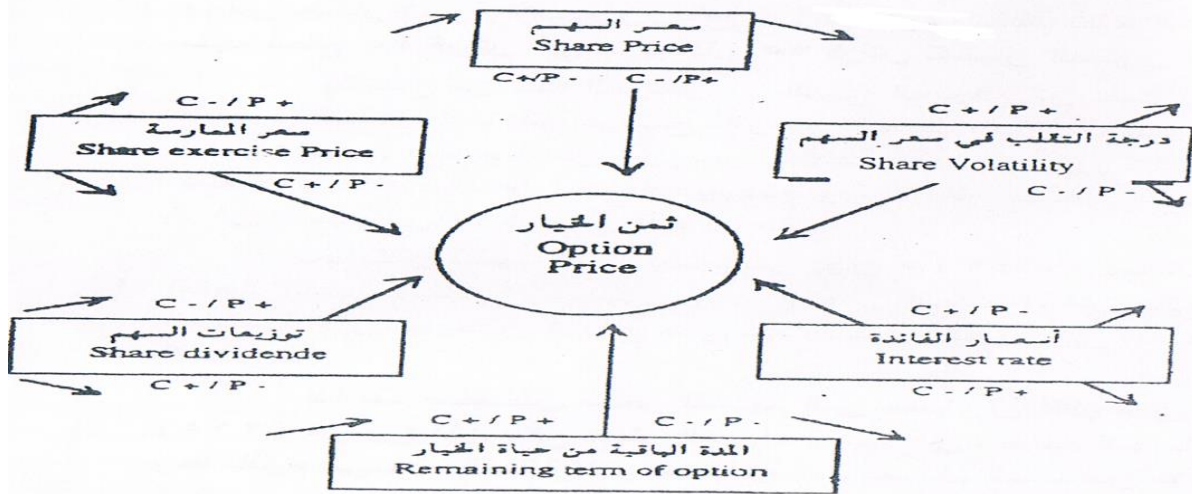
أما بالنسبة لخيار البيع، فإن العلاقة تكون طردية بين سعر التنفيذ وسعر خيار البيع¹، إذ أن ارتفاع سعر التنفيذ يعني أن هناك إمكانية مرتفعة لتحقيق الربح إذا ما تم تنفيذ الخيار، وعليه فإن مشتري خيار البيع سيكون مستعداً لدفع سعر أعلى مقابل إمكانية تحقيق هذا الربح²، والشكل الموالي يوضح ذلك. الشكل رقم (12): التغير في قيمة مكافأة خيار البيع تبعاً للتغير في سعر تنفيذه



Source: J.c Augros, P. Navatte, op cit , p28

والشكل البياني الموالي يلخص المحددات والعوامل المؤثرة على السعر السوقي للخيار.

الشكل رقم(13): المحددات والعوامل المؤثرة على السعر السوقي للخيار



المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الاسواق المالية، مرجع سابق، ص446.

3- مساواة خيار البيع وخيار الشراء: لقد تمكن "ستول" Stoll سنة 1969 من وضع علاقة تربط بين سعر خيار الشراء وسعر خيار البيع، وهي معادلة بسيطة تختلف عن كل نماذج التقييم المحددة المستخدمة في تحديد الفرق بين قيمة خيار الشراء وقيمة خيار البيع، وقد توصل "ستول" إلى ذلك من خلال وضع مفهوم قائم على توازن العرض والطلب في السوق، وكذا من خلال تشكيل استراتيجيات على أصول مختلفة، وتعد هذه العلاقة التي تحدد قيمة الفرق بين خيار الشراء وخيار البيع في غاية الأهمية إذ تسمح من خلال استعمالها في نموذج "ستول" من إيجاد سعر

¹- J-p Gourlaouen, Op cit, P160.

²- هاشم فوزي، مرجع سابق، ص192.

عقد خيار الشراء خيار البيع ثم التوصل إلى حساب سعر عقد خيار البيع لخيار الشراء¹. ويشترط في إقامة علاقة المساواة أن تكون السوق كفيء وكما يشترط أن يكون في حالة توازن، وألا يدخل المراجحون لإحداث التوازن، من خلال عمليات المراجعة بقيمة تعادل فرق السعر وتتمثل فرضيات المساواة فيما يلي²:

- عدم وجود تكلفة معاملات؛
- تكلفة الافتراض تساوي تماما تكلفة الافتراض وهي معادلة لسعر الفائدة الخالي من المخاطرة؛
- عدم وجود اجراء لتوزيعات أرباح الأسهم المبرم عليها عقود الخيارات، وذلك طول مدة حياة عقد الخيار؛
- أرباح وخسائر المعاملات تخضع لنفس معدل الضريبة؛
- يفترض أيضا أن عقود الخيارات هي من النوع الأوروبي أي لا يتم تنفيذها إلا عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد. وبناء على هذه الفرضيات ومفهوم المراجعة توضح العلاقة بين سعر خيار الشراء وسعر خيار البيع في المثال التالي:
- لنفترض عقدين عقد خيار الشراء والأخر خيار بيع على سهم ما، وأن العقدين متماثلين من حيث تاريخ وسعر التنفيذ، وبافتراض أن مستثمر هو مخير بين إستراتيجيتين مختلفتين، تشمل كل واحدة منهما على ما يلي:
- المحفظة (1): تحرير عقد خيار بيع وشراء عقد خيار شراء على نفس أسهم.
- المحفظة (2): شراء السهم الذي أبرم عليه العقدين واقتراض مبلغ في ذات تاريخ التنفيذ حيث يكون أصل القرض وفوائده مساوي لسعر تنفيذ عقد الخيار. ويظهر الجدول الموالي الدفعات النقدية للاستراتيجيتين في تاريخ التنفيذ

الجدول رقم (09): التدفقات النقدية للإستراتيجيتين في تاريخ التنفيذ

الاستراتيجيات البديلة	قيمة الاستثمار في تاريخ التنفيذ في حالة			تكلفة الاستثمار
	$K > St$	$K = St$	$K < St$	
المحفظة الأولى: تحرير خيار بيع شراء خيار شراء	$-(K-St)$ 0	0 0	0 $St - K$	$P+$ $C-$
المحفظة الثانية: شراء أسهم عقد الخيار قرض بسعر فائدة	St $K-$ $K-$	0 St $K-$	$St - K$ St $K-$ $St - K$	$P-C$ S_0- Ke^{-rt} $-S_0 + Ke^{-rt}$

المصدر : منير ابراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص109. بتصرف.

بحيث تمثل كل من:

P : سعر خيار البيع	C : سعر خيار الشراء
S_0 : سعر السهم عند شرائه	St : سعر السهم في اللحظة
K : سعر التنفيذ وهي مساوية لقيمة سداد القرض في تاريخ الاستحقاق	r : معدل الفائدة الخالي من المخاطرة

¹ Mondher Bellalah, Yves Simon, Op cit, P83

² J.c Augros, Op cit, P68

ويظهر الجدول السابق أن حصيلة المحفظتين متساوية مهما كان التغيير في سعر السهم في السوق الحاضر، وعليه باعتبار أن الحصيلة واحدة مهما كانت الإستراتيجية فمن الطبيعي أن تكون التكلفة المبدئية للاستثمارين متساوية وإلا كانت هناك فرص للمراجحة مربحة وبدون مخاطرة¹، وبكتابة مساواة تكلفة المحفظة 1 مع تكلفة المحفظة 2 سنحصل على المعادلة التالية: $P - C = -S_0 + Ke^{-rt}$(1)

اذ يشير الطرف الأيسر من المعادلة إلى تكلفة الاستثمار في المحفظة الأولى، أي قيمة المكافأة التي تحصل عليها المستثمر من تحرير خيار البيع (P) مطروحا منها قيمة المكافأة التي دفعها لشراء خيار الشراء (C) أما الطرف الأيمن فيتمثل في تكلفة الاستثمار للمحفظة الثانية، أي قيمة القرض الذي تحصل عليه المستثمر والذي يساوي القيمة الحالية لسعر التنفيذ Ke^{-rt} مطروحا منها قيمة شراء السهم (S_0).

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن أن يساوي طرفي المعادلة السابقة خيار الشراء وخيار البيع إلا إذا كان السوق في حالة توازن². ويطلق على المعادلة أعلاه بمعادلة أو مساواة خيار البيع والشراء، والتي تنقضي أن بوجود أو معرفة قيمة خيار شراء (بيع) أوروبي يمكن أن نستخلص منها قيمة خيار البيع (شراء) الأوروبي، بحيث يكون لهذين الخيارين نفس المواصفات من حيث (تاريخ التنفيذ، سعر التنفيذ، الأصل محل التعاقد.....³) هذا ويمكن أن نشق من المعادلة الأولى ثلاث معادلات الأولى لإيجاد سعر خيار الشراء، والثانية لسعر خيار البيع، والثالثة لسعر السهم⁴.

$$- \text{معادلة سعر خيار الشراء: } C = P + S_0 - Ke^{-rt}$$

$$- \text{معادلة سعر خيار البيع: } P = C - S_0 + Ke^{-rt}$$

$$- \text{معادلة سعر السهم: } S_0 = C - P + Ke^{-rt}$$

وإلا وجد المراجحون فرصتهم، ولو أن تكلفة الاستثمار في المحفظة الأولى أعلى من مثيله للمحفظة الثانية فسوف يقوم المستثمر الذي يملك المحفظة الأولى من التخلص من مكونات المحفظة، واستثمار الحصيلة في الثانية ذات التكلفة الأقل محققا بذلك وفرات تتمثل في الفرق بين تكلفة كل منهما.

كما نود أيضا التنويه إلى ملاحظة هامة حول معادلة مساواة خيار البيع والشراء كما اشرنا سابقا أن نظرية مساواة خيار البيع والشراء التي توصل إليها ستول تقوم على افتراض السوق الكفاء، فمثل هذه الخصائص لا وجود لها في الواقع، فهناك تكلفة في المعاملات، أي تكلفة للتحويل من محفظة إلى أخرى، كما أن تكلفة الاقتراض تفوق تكلفة الإقراض، وبناء عليه فإن معادلة المساواة خيار البيع وخيار الشراء ينبغي استخدامها بواقعية، وذلك

¹- Mondher Bellalah, Yves Simon, Op cit, P84.

²- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص623.

³ John Hull, Op cit, P180.

⁴- منير ابراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص 110-111.

بتكليف ذلك الفروض الموضوعة مع أرض الواقع¹، وللتأكيد على أهمية ذلك دعني نفترض أن السهم يتناول في السوق بسعر 102 دولار، بينما سعر خيار الشراء على ذلك السهم بتاريخ تنفيذ بعد 105 يوم هو 3.625 دولار، في مقابل 4.375 دولار لخيار البيع. أما سعر التنفيذ هو: 100 وحيث أن هناك افتراضات لا حدود لها بشأن سعر الفائدة على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وسوف نحاول معرفة سعر الفائدة الذي يحقق التوازن وذلك بتطبيق المعادلة التالية: $P - C = -S_0 + Ke^{-rt}$

$$4,375 - 3,625 = -102 + 100e^{-rt}$$

حيث r سعر الفائدة عن مرة تعادل 105 يوم

$$\begin{aligned} 102,75 &= 100 e^{-rt} \\ 1,0275 &= e^{-rt/105} \\ r &= -2,7\% \end{aligned}$$

وهنا نطرح سؤال جوهري هو هل بإمكان معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة (r) أن يكون سالبا؟ وهذا بطبيعة الحال أمر غير معقول، ويرجع ذلك ربما للفرضيات التي وضعها ستول سنة 1969، لذا ينصح باستخدام معادلة مساواة خيار الشراء وخيار البيع بقدر من الحذر.²

المطلب الثاني: نماذج تقييم عقد الخيار

لقد تم إعداد أول نموذج نظري لتقييم عقود الخيار من طرف العالم الرياضي الفرنسي louisbachelier وكان ذلك في إطار إعدادة لمذكرة الدكتوراة سنة 1900³، وقد تميز هذا النموذج بكثرة العيوب والنقائص ناهيك عن عدم ملائمة تطبيقه في الواقع، إذ أن صيغة المعادلة التي قدمها العالم أهملت عاملا أساسيا في التقييم وهو القيمة الزمنية للنقود، كما توصلت نتائج بحثه إلى كون عقدا الخيار يمكن أن تكون قيمته مالية، وهذا غير معقول ومعاكس للواقع، وبعد ذلك التاريخ توالت محاولات الباحثين في إيجاد صيغة صحيحة وملائمة لتقييم الخيارات، لكن باءت كل محاولاتهم بالفشل⁴، واستمر الحال على ذلك إلى غاية 1973 حيث تمكن كل من فيشر بلاك وشولز من وضع أولى الصيغ الأساسية لتقييم عقود الخيارات الأوروبية على الأسهم، وذلك مع افتراضهم أن هذه الأسهم لا توزع عليها أرباح خلال طول فترة حياة عقد الخيار ويعتبر هذا النموذج مكتملا لنماذج أخرى إذ وبناء على النتائج التي توصل إليها العالمين قام العديد من الباحثين على تطوير هذا النموذج وإحداث عليه تغيرات تلائم أنواع أخرى (عقد خيار على أسعار الفائدة....) ومن أهم هذه النماذج المتوصل إليها خلال القرن الماضي نجد نموذج ميرتون 1973 الذي تمكن فيه من إدخال عامل توزيع الأرباح في تقييم عقود الخيار، كما قد توصل كل من العلماء Cox, Ross, Rubinstein من إعداد أول نموذج بالزمن المتقطع tempdiscret وذلك في سنة

¹ - منير ابراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص 112.

² - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 627.

³ - Michel L'Avasseur, aimable quintart, Op cit, P314.

⁴ - Mandher Bellalah, Op cit, P 258.

1979 وذلك كان على خلال النماذج السابقة التي كانت تعتمد في تقييمها للخيارات على أساس الزمن المستمر

Tempcontenu

وعليه ارتقينا في هذا المطلب إلى التعرض أولاً لنموذج بلاك شولز باعتباره الأكثر استعمالاً وشيوعاً من قبل حتى المتعاملين المحترفين في أسواق الخيارات، ثم في نفعه ثانية سنتناول نموذج التقييم بالزمن المتقطع المعروف بالنموذج الثنائي، (نعرض، نتطرق، نتناول).

1- نموذج بلاك- شولز (1973): لقد لعب كل من "فيشر بلاك" و"مايرون شولز" دوراً هاماً وأساسياً في تطوير نظرية الخيارات بإعدادهما لنموذج أساسي لتقييم كمي لعقود الخيارات وذلك في شكل معادلات رياضية محكمة مع فرض أن أسعار الأسهم المبرم عليهما العقود تتبع حركة عشوائية مستمرة¹ وشهدت الأسواق المالية العالمية استخدام هذا النموذج على نطاق واسع (مع بعض التعديل) من قبل المضاربون وأولئك الذين يقومون بعمليات التغطية على عقود الخيارات، إذ لاقى النموذج قبولا واسعا وذلك على الرغم من أنه يقوم على معادلات رياضية صعبة ومعقدة نوعاً ما².

فقد تبني متعاملوا بورصة WallStreet النموذج مباشرة إلى الحد الذي جعل المتعاملين بسوق الخيارات من جيل الخمسينات والستينات الذين لا يستطيعون حساب معالم النموذج إلى توظيف حاسوب لبرمجة النموذج على حساباتهم وأصبح النموذج هو الأساس لأغلب عمليات التحليل في هذا الحقل سواء على المستوى الأكاديمي أو المهني³، وذلك على عكس العادة إذا نادرا ما يتعدى نموذج مالي حدود الدراسات النظرية إلى مجال المحترفين في السوق المالي، وهذا ما يؤكد على أن نموذج بلاك شولز الأكثر دقة في تحديد قيمة عقد الخيار إذا لم يكتب بإرساء دعائم نظرية لتسعير الخيارات بل نعد ذلك بتطبيقه كمرجع أساسي في تقدير القيمة الفعلية للخيارات المسعرة تسعيراً مضخماً أو منخفضاً في الأسواق المالية⁴

1-1- الأساس النظري للنموذج: إن أي نموذج للتقييم في مجال الاستثمار يتطلب التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، وكذا تقدير تكلفة الفرصة البديلة التي تستخدم كأساس لخصم تلك النفقات، لكن ذلك يعتبر شيئاً صعباً في حالة عقود الخيارات ويعود السبب في ذلك أن مخاطر الاستثمار التي ينطوي عليها العقد تتغير من لحظة إلى أخرى مع كل تغير في القيمة السوقية للأصل محل التعاقد.

قياس الانحراف المعياري لعائد الخيار في لحظة معينة شيء غير كافي لتحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار (معدل الخصم)، لأن حجم المخاطر غير ثابت إذ يتوقف على مستوى سعر أسهم في السوق مقارنة بسعر التنفيذ، وحيث أن القيمة السوقية للسهم تسير وفق لنظرية الحركة العشوائية، فمخاطر الاستثمار في عقود الخيارات تتغير من لحظة لأخرى، كذلك هذه المخاطر قد تتغير حتى مع ثبات السعر السوقي للسهم⁵.

¹-Francise Roure, Op cit, P486.

²- P.Navette, J, c Augros, Op cit, P59.

³- هاشم فوزي، مرجع سابق، ص205.

⁴-J.c Augros, Op cit, P104.

⁵- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص642.

والفكرة التي توصل إليها بلاك وشولز لمواجهة المشكلة، تتمثل في تكوين محفظة مكونة من عدد من عقود خيار وأسهم بالشكل الذي يجعل هذه المحفظة المالية خالية من المخاطر، وبالتالي العائد المطلوب على الاستثمار في المحفظة سيكون مساويا لمعدل الفائدة الحالي من المخاطرة، كما يمكننا أيضا تصور الفكرة في وجود عدد من عقود خيارات الشراء قيمتها في تاريخ لتنفيذ مساومة لقيمة محفظة تشتمل سهم واحد، هو ذاته السهم المبرم عليه تلك العقود. إضافة إلى مبلغ مقترض، وطالما أن البديلين سوف يتساويان من حيث القيمة في تاريخ التنفيذ فإن تكلفتها لا بد أن تكون متساوية، وحتى لو لم تكن التكلفة متساوية فإن المراجعين كفيين بتولى مهمة المراجعة لإعادة التوازن من جديد، ويطلق على المحفظة المشار إليها لعقد الخيار المصنوع مترليا.¹

ولتوضيح فكرة نموذج بلاك وشولز في تحديد قيمة عدد الخيار، دعنا نفترض أن محفظة تتكون من خيار شراء بسعر تنفيذ 80 دولار وبتاريخ تنفيذ سنة واحدة، ويقدر السعر السوقي للسهم لحظة إبرام العقد ب 70 دولار ويحتمل أن تكون قيمته السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ 55 دولار أو 105 دولار، كما سنفترض وجود محفظة ثانية تتكون من ذات السهم محل عقد الخيار إلى جانب افتراضنا مبلغ قدره 50 دولار وبسعر فائدة سنوي قدره 10% وتاريخ استحقاق هو ذاته تاريخ التنفيذ لعقد الخيار.

هنا لا بد من الإشارة إلى ملاحظة مهمة هي أن الباحثان أدرجا في النموذج مفهوم المركز المحوط لتحديد قيمة الخيار أو ما يعرف بنسبة التحوط التي تمكننا من معرفة كم هو عدد الخيارات المحررة مقابل شراء سهم واحد

$$\text{لتساوي قيمة المحفظتين. نسبة التحوط} = \frac{\text{قيمة الخيار في حالة الارتفاع} - \text{قيمة الخيار في حالة الانخفاض}}{\text{أقصى ارتفاع لسعر أسهم} - \text{أدنى انخفاض لسعر أسهم}}$$

$$\text{نسبة التحوط}^2 = \frac{\text{أعلى قيمة الخيار} - \text{أعلى قيمة الخيار}}{\text{أعلى قيمة سوقية} - \text{أعلى قيمة سوقية}}$$

$H = \frac{\Delta C}{\Delta S}$ ، وبتطبيقها على مثالنا نجد: نسبة التحوط = $\frac{0-25}{55-105} = \frac{1}{2}$ ، وتفسير العدد $\frac{1}{2}$ هو من اجل أن تكون النفقات النقدية للمحفظتين متساوية، لا بد من تحرير عقدين في مقابل شراء سهم واحد. الآن نظهر التدفقات النقدية لكل من المحفظتين في حالة ارتفاع النسبة السوقية للسهم إلى 105 وفي حالة انخفاضها إلى 55.

الجدول رقم(10): التدفقات النقدية للمحفظتين في تاريخ التنفيذ

قيمة الاستثمار في تاريخ التنفيذ عندها		المحفظة السهم
S =105	S=55	
50=(2)x25	صفر	المحفظة الاولى تحرير خيار .. شراء
$\frac{105}{-55}$ 50	$\frac{55}{-55}$ 0	المحفظة الثانية: شراء السهم في السوق الحاضر سداد القرض الفائدة (1.10 x 50)

المصدر: منير ابراهيم هندي، لفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 644.

¹ - منير ابراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص 153-154.

² - J.c Augros, P. Navatte, Op cit, P28.

ونلاحظ من خلال الجدول تساوي قيمة المحفظتين مهما اختلفت القيم السوقية للسهم، وباعتبار أن الحصتين متساويتين فإنه من البديهي أن تكون تكلفة المحفظة الأولى مساوية لتكلفة المحفظة الثانية وإلا نشطت عمليات المراجعة، فبالنسبة للمحفظة الأخرى فتساوي "2ك" أن نسبة مكافأة عقدين. بينما تكلف المحفظة الأخرى فتساوي سعر شراء أسهم في السوق الحاضر مطروحا منه قيمة القرض، أي أن: $2 \times ك = 50-70$ وعليه يصبح التوازن للعقد الواحد هو 10 دولار.

1-2-فرضيات النموذج: يعرف النموذج بلاك شولز بنموذج استمرارية الزمن إذ يستند إلى مخرجات اللحظة التالية من الزمن (thenextmomentin time)، وبناء هذا النموذج يقوم على عدد من الفرضيات وهي:

- لا توجد تكلفة للمعاملات ولا ضرائب كما أن المعلومات عن السوق تتاح للجميع في ذات اللحظة وبدون مقابل كما يمكن للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم أو عقود الخيار مهما صغر حجمها (laparfaite divisibite des titres)¹؛

- معدل الفائدة القصير الآجال (معدل الفائدة الخالي من المخاطرة) معلوم وثابت طوال حياة عقد الخيار².
- تعمل أسواق رأس المال بشكل مستمر وبدون انقطاع، وهذا شيء تقريبي للواقع لأن معظم الأسواق المالية لا تعمل باستمرار ولكن يمكن أن تكون هذه الفرضية فردية من الواضح في حالة الأسواق التي تتميز بكثرة النشاط؛
- يفترض طوال حياة عقد الخيار أن المؤسسة المصدرة للسهم محل التعاقد لا تجري توزيعات أرباح³.
- يمكن تحرير عقد خيار وبيع الأسهم على المكشوف بكل حرية دون أن يكون حظر على ذلك؛
- لا توجد قيود على عمليات الافتراض ولاقتراض ومعدلاته مساوية لمعدل الفائدة الخالي من المخاطر منها؛
- تتبع أسعار الأسهم طريقة الانتشار العشوائي المستمر (gauss-Wiener)، لكون النموذج يعتمد على احتمال تكرار استمرارية الزمن (continuestimereplication) والافتراض يعني ببساطة أن تداول أسهم يتم بصورة مستمرة عبر الوقت، ولا توجد أي تغيرات في أسعار الأصل محل التعاقد ولا قفزات في السهم، وهذا ما يقتضى أن توزع عائد السهم في أي لحظة هو توزيع طبيعي (leloilog-normale)⁴؛ والشكل الموالي يوضح طريقة الانتشار المستمر لسعر السهم وفقا للنموذج فرضية بلاك شولز.

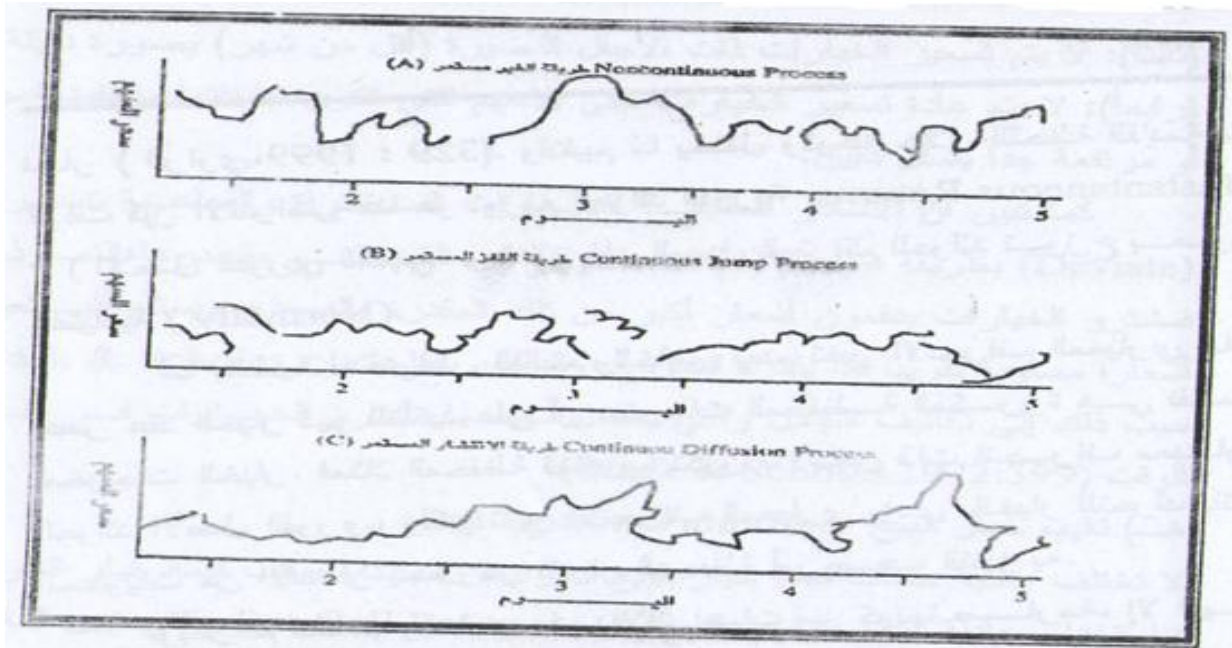
¹-Francine Roure, Op cit, P487.

²- محمد الصالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مرجع سابق، ص335.

³-J.c Augros, Op cit, P105.

⁴-Dominique Poincelot, Op cit, P200.

الشكل رقم(14): طريقة الانتشار المستمر



المصدر: هاشم نوري، مرجع سابق، ص 207.

- أن تباين العائد ثابت ومعروف المتعاملين في السوق خلال هذه صلاحية عقد الخيار¹، وهو الشيء الذي يؤكد أن المخرجات المتكررة هي نفسها مخرجا تعدد الخيار فمثلا المحفظة المكررة تكون بالأساس ذات انحراف معياري لعوائد الاصل الفوري ولكن تغير الانحراف المعياري يؤدي بالخيار للتحرك اتجاه مستويات من الاسعار يجعل من تكرار المحفظة أمرا صعبا لتنبؤ به.

- يفترض بلاك وشولز أن عقد الخيار هو من النوع الأوروبي الذي لا يمكن تنفيذه الا عند تاريخ انتهاء صلاحيته، عكس عقد الخيار الأمريكي، الذي يمكن تنفيذه في أي لحظة خلال مدة صلاحية عقد الخيار².

1-3 معادلة النموذج: تعد صياغة نموذج بلاك-شولز أمرا معقدا، لأنها صيغته تتضمن معادلات مفاهيم رياضية صعبة نوعا ما، لكن مع التكنولوجيا المتقدمة الموجودة في وقتنا الحاضر، كالحاسبات الالكترونية وأجهزة الكمبيوتر والبرامج المعلوماتية، سهلت كلها في استخدام النموذج على نطاق واسع. هذا وتعتبر لمعادلة التي أعدها الباحثان محددة سعر التوازن لعقد خيار شراء (call)، الذي في ظله يكون معدل العائد على الاستثمار مساوي للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وبالطبع هناك فرضية لتحقيق عائد أكبر إلا أن المراجحين كفيين بإعادة السعر إلى مستوى التوازن الذي يكون فيه العائد مكافئاً لمعدل الفائدة الخالي من المخاطرة³.

¹- منير ابراهيم هندي، لفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 648.

²- Michel Lavasseur, aimable quintart, Op cit, P322.

³منير ابراهيم هندي، ج 3، الخيارات، مرجع سابق، ص 160.

والمعادلة المحددة لسعر عقد الشراء هي¹:

$$C = S \times N(d1) - Ke^{-rt} \times N(d2)$$

وتحسب قيم $D1$ و $D2$ وفقا للمعادلات التالية:²

$$d1 = \frac{\text{LOG}(S/k) + (r + \frac{1}{2} \sigma^2)t}{\sigma \sqrt{t}}$$

$$d2 = \frac{\text{LOG}(S/k) + (r - \frac{1}{2} \sigma^2)t}{\sigma \sqrt{t}}$$

$$D2 = d1 - \sigma \sqrt{t}$$

C = مكافأة خيار الشراء.	S = القيمة السوقية للسهم لحظة شراء عقد الخيار.
K = سعر تنفيذ عقد الخيار.	T = الوقت المتبقي حتى تاريخ انتهاء صلاحية العقد.
E = أساس اللوغاريتم الطبيعي وقيمه من مخاطرة، مساوية 2.71828	R = معدل العائد السنوي على الاستثمار الخالي من المخاطرة
LOG = اللوغاريتم الطبيعي.	C = مدى التقلب في القيمة السوقية للسهم
$N(D1)$ = حالة الكثافة التراكمية $d1$ أو التوزيع الاحتمالي التراكمي	$d2$ = حالة الكثافة التراكمية $D2$

تبدو معادلة النموذج معقدة وغامضة، إلا أن تطبيقها لا ينطوي على صعوبة كبيرة /خاصة مع وجود البرامج المعلوماتية الحديثة/ فمعظم المدخلات المطلوبة لحساب سعر خيار الشراء (C) يمكن الحصول عليها من البيانات المنشورة، فسعر السهم لحظة شراء عقد الخيار (s) وسعر التنفيذ (k) هي قيم معلومة، أما الوقت المتبقي حتى انتهاء صلاحية عقد الخيار (t) فيحسب بجمع عدد الأيام المتبقية حتى تاريخ التنفيذ ثم يقسم المجموع على 365 كما بإمكان المستعمل استخراج قيم $N(d1)$ و $N(d2)$ من جداول التوزيع الطبيعي³.

غير أن المثير للانتباه في معادلة بلاك شولز هو أنها لم تتضمن معدل العائد المتوقع على السهم المبرم عليه العقد وذلك خاصة في ظل افتراض عدم إجراء توزيعات، فالعائد المتوقع يبرز دوره دائما في تقييم الأصول المالية الأخرى⁴، ويرجع السبب في ذلك إلى حقيقة أن قيمة عقد خيار الشراء تحدد هنا وفقا لمفهوم المحفظة التي تدر عائدا معين بغض النظر عن القيمة السوقية المستقبلية للسهم، بحيث لا يؤثر العائد المطلوب على سهم على عائد المحفظة المغطاة وبالتالي تصبح عملية إيجاد معدل العائد على السهم أو بالأحرى القيمة السوقية للسهم لحظة تنفيذ عقد الخيار شيئا لا حاجة له⁵. هذا ما يعني أن المتغير الوحيد المجهول والذي بحاجة إلى تغيير هو درجة التقلب في القيمة السوقية للسهم فرغم أن البيانات التاريخية لعوائد السهم تستخدم في العتاد في تقديم الانحراف المعياري إلا

¹ - للفهم أكثر يمكن الاطلاع على:

- André Kovacs, Alain chevalier, Bourse, les nouvelles stratégies pour gagne, 2^{eme} edition, maxima, Paris, 2000, P163.

- Mondher Bellalah, Op cit, P261.

² François Quittards-Pinon, Op cit, P274.

→ (volatilité) معبر عنها بالانحراف المعياري لمعدل العائد السنوي على أسهم والذي يحسب على أساس مركب ومستمر.

³ - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص210.

⁴ - محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص357.

⁵ - نفس المرجع، ص336.

أن التباين لا يتغير بمرور الزمن بل ما يحتاجه المستثمر في الحقيقة قياس التقلب المستقبلي للسهم وهي قيمة مجهولة أيضاً¹، لذلك يقود اختلاف المستثمرين للتباين إلى الاختلاف في تقدير أسعار عقد الخيار.

وقد أظهرت الدراسات التجريبية أن تقديرات التباين المنتقات من غير البيانات التاريخية تكون قيمة بدرجة أكبر من التقديرات المبنية على البيانات التاريخية، إذ وجد انه يمكن الحصول على تنبؤات أفضل للانحراف المعياري الفعلي عن طريق إعداد تنبؤات مستوحاة من واقع النموذج نفسه ويعرف هذا النوع من الانحرافات المعيارية بمصطلح الانحراف المعياري الفعلي، عن طريق إعداد تنبؤات مستوحاة من واقع النموذج نفسه، ويعرف هذا النوع من الانحرافات المعيارية بمصطلح الانحراف المعياري الضمني لعائد السهم².

مثال تطبيقي:³

لنفترض أن سعر سهم شركة IBM في تاريخ معين هو 750 دولار، وفي نفس هذا التاريخ تم إبرام عقد خيار شراء بسعر تنفيذ 720 دولار، وبتاريخ تنفيذ 90 يوم، وقد قدر الانحراف المعياري الضمني للعائد على سهم بـ 15%، مع العلم أيضاً أن معدل الفائدة الخالي من المخاطرة هو 10%، وبتطبيق هذه التغيرات على المعادلة المتوصل إليها سابقاً فإننا نحصل على:

$$d1 = \frac{\log\left(\frac{750}{720}\right) + 0,1\left(\frac{90}{365}\right)}{0,15\sqrt{0,2465}} + \frac{1}{2}(0,15\sqrt{0,2415})$$

وبقراءة قيمة $d1$ في جدول التوزيع الطبيعي، نجد أن $N(d1) = 82\%$.

$$d2 = 0,91633 - 0,15\sqrt{0,2465}$$

$$d2 = 0,84186$$

وبقراءة قيمة $d2$ في جدول التوزيع الطبيعي، نجد: $N(d2) = 79,95\%$.

وبتعويض $N(d1)$ و $N(d2)$ في معادلة بلاك شولز تصبح قيمة خيار شراء مساوية لـ:

$$C = 53,38\$ \text{ ومنه } C = 750 \times 0,82 - 720e^{-0,10 \times 0,2465} \times 0,7995$$

1-4-تقييم خيار البيع وفقاً لنموذج بلاك شولز: يمكن استخدام نموذج بلاك شولز في تحديد قيمة خيار البيع إذ لا تختلف عملية حسابية عن معادلة حساب قيمة خيار الشراء، فباستخدام معادلة مساواة خيار البيع والشراء (lapartiecallpart) والتي تقتضي انه بوجود قيمة خيار الشراء يمكن أن نستخلص منها قيمة خيار البيع (لقد تم

التعرض لهذا في المطلب الأول) وتوصلنا سابقاً إلى المعادلة التالية: $P = C + Ke^{-rt} - S^4$

وباستخدام الخصم المستمر لإيجاد القيمة الحالية لسعر التنفيذ Ke^{-rt} ومع استخدام نموذج بلاك شولز في التعويض عن قيمة خيار الشراء (C)، وكذا بإجراء بعض الاختصارات فإنه يمكن حساب قيمة خيار البيع وفقاً

¹-Aimé Scannavino, Op cit, P81.

²- طارق حماد، مرجع سابق، ص 88-89.

³-Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, finance, 2^{ème} edition, Vuibert, Paris, 1997, P298.

⁴-محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 352.

للمعادلة التالية:¹ (هذا مع ملاحظة أن قيمة (d1) و (d2) قد تكون موجبة أو سالبة، كما لا بد الإشارة إلى أننا

$$P = Ke^{-rt} N(-d2) - SN(-d1) \quad \text{قد سبق أن قدمنا معاني الرموز فلا حاجة لإعادة ذكرها):}$$

$$P = Ke^{-rt} [1-N(d2)] - S[1-N(d1)] \quad \text{كما يمكن إعادة كتابة المعادلة بالشكل التالي:}$$

ولتوضيح كيفية حساب قيمة عقد خيار بيع وفقا لنموذج بلاك شولز، دعنا نفترض أن القيمة السوقية للسهم ما 48 دولار، وسعر التنفيذ لعدد خيار الشراء على السهم 50 دولار، ومعدل العائد السنوي المركب المستمر على الاستثمار الخالي من المخاطر 6%، كما نفترض أيضا أن الانحراف المعياري لعائد السهم 0,7، أما انتهاء صلاحية العقد فهي بعد ثلاثة أشهر أي ما يعادل $0,2465 = 365/90$ سنة.

ولكي نقوم بتغيير سعر عقد خيار البيع ينبغي أولا إيجاد قيمة كل من d1 و d2:

$$d1 = \frac{\log\left(\frac{48}{50}\right) + [0,06 + 0,05(0,7)^2]0,2466}{0,7\sqrt{0,2466}}$$

$$D1 = 0,0990$$

$$D2 = 0,0990 - 0,3476 = -0,2486 \quad \text{وبالتالي يكون:}$$

$$N(d2) = 0,4018 \quad \text{و} \quad N(d1) = 0,5394 \quad \text{وباستخدام جدول التوزيع الطبيعي نجد:}$$

وبتعويض كل من (d1) و (d2) في المعادلة رقم (2) نجد:

$$P = 50 e^{-0,66 \times 0,2466} (1 - 0,4018) - 48(1-0,5394)$$

$$P = (49,2656 \times 0,5982) - (48 \times 0,4606)$$

$$P = 29,471 - 22,109 = 7,362 \$$$

وكما هو الحال في عقد خيار الشراء يمكن إيجاد نسبة التغطية في عقود خيار البيع وذلك وفقا للمعادلة التالية:³

$$H(p) = H(c) - 1$$

بحيث: $H(p)$ تمثل نسبة التغطية في عقد خيار البيع، $H(c)$ تمثل نسبة التغطية في عقد خيار الشراء.

2- النموذج الثنائي: سمي هذا النموذج بالثنائي أو بمصطلح ذو الحدين، لأنه يفترض خلال الفترة التالية من الزمن

أن يكون للسعر السوقي للسهم فيه واحدة من قيمتين محتملتين⁴، هذا ويعد ويليام شارب أول من ابتكر النموذج عام 1978 والذي نشره في كتابه الشهير (investment)، ثم بعد ذلك طوره كل من العلماء كوكس وروس

وروبنستين (J.C. Cox, S.A. Ross et M. Rubinstein) عام 1979.⁵

وينظر إلى هذا النموذج على أنه أبسط بكثير من نموذج بلاك شولز من حيث الافتراضات واستخدامه

لمعادلات رياضية سهلة وبسيطة وبعيدة عن كل التعقيدات التي شهدناها في النموذج السابق⁶، فضلا على أنه

يصلح لتسعير كل من الخيارات الأوروبية والأمريكية، وكذا إمكانية استخدامه في تسعير العقود الأكثر تعقيدا

¹- John Hull, Op cit, P268.

²-Francine Roure, Op cit, P487.

³- منير ابراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص179.

⁴- هاشم فوزي، مرجع سابق، ص214.

⁵- J.c Augros, Op cit, P118.

⁶- Mondher Bellalah, Yves Simon, Op cit, P62.

كالتى تتداول في الأسواق غير المنظمة¹، لكن عيبه الكبير أنه يتطلب جهدا ووقتا أكبر. إضافة إلى أن نتائجه تؤدي في بعض الأحيان إلى صيغة غير دقيقة لتقييم الخيارات²، ويعتبر النموذج الثنائي نموذجاً بالزمن المتقطع، وليس بالزمن المستمر كما هو الحال في نموذج بلاك شولز³، ومعنى ذلك أن عدد الفترات الزمنية حتى تاريخ التنفيذ معلومة، وان التداول يتم في أوقات زمنية محددة، ولكن بوجود عدد كبير جدا من الفترات الزمنية، فإن النموذج يقترب كثيرا ليكون بديلا عن النموذج بالزمن المستمر⁴، لذا يعتبر كلا من (J.C. Cox, S.A. Ross et M. Rubinstein) أن نموذج بلاك شولز هو حالة خاصة من النموذج الثنائي⁵.

يستعمل النموذج الثنائي لتقدير القيمة العادية لسعر الخيار سواء كان ذلك خيار شراء أو خيار بيع، وتقوم الفكرة التي وضعها (J.C. Cox, S.A. Ross et M. Rubinstein) على إمكانية بناء محفظة تشتمل على عقد خيار شراء وأصل مالي آخر، تدفقاتها النقدية متماثلة غير أنهما يسيران في اتجاهين متعاكسين. بمعنى أنه إذا ما حدثت تقلبات سعرية، فإن أحد مكونات المحفظة سوف يتولد عنه تدفقات داخلية يقابلها تدفقات خارجية وبنفس القيمة من الأصل الآخر المكون للمحفظة، الشيء الذي يجعل من هذه المحفظة خالية من المخاطر، وهو ما يعني أن معدل العائد على الاستثمار في هذه المحفظة يكون مساويا لمعدل الفائدة الخالي من المخاطر⁶.

كما تقوم فكرة النموذج أيضا على افتراض أن سعر السهم محل التعاقد يتبع حركة ثنائية، كما أنه يفترض تقسيم المدة المتبقية حتى تاريخ التنفيذ إلى عدة فترات قصيرة، حيث عند بداية كل فترة يفترض أن سعر السهم قد يرتفع بنسبة مئوية معينة، وباحتمال معين (P)، وقد ينخفض بنسبة مئوية محددة وباحتمال محدد (1-P)، أما فيما يخص سعر هذا الخيار فهو بنفسه يتبع حركة ثنائية مشابهة لحركة السهم، ويمكن حسابه بالقيمة المتوقعة المؤبنة بمعدل فائدة خالي من المخاطرة⁷، ففي الحالة التي يحتمل فيها تغير سعر السهم مرة واحدة فقط طوال حياة عقد الخيار، فإن سعر عقد الخيار سيحسب وفقا للنموذج الثنائي لفترة واحدة، أما في حالة افتراض أن عدد الفترات المتبقية حتى تاريخ التنفيذ فترتان، وبناء على إمكانية تحرك سعر السهم بعد كل فترة من هاتين الفترتين إلى اتجاهين مختلفين، وبناء على القيم المنتقاة من الفترة الأولى، فإنه يمكن حساب سعر عقد الخيار وفقا للنموذج الثنائي لفترتين، وهكذا تستمر الافتراضات وصولا إلى عدد غير متناهي من الفترات الزمنية المتبقية حتى تاريخ التنفيذ، وحينئذ يمكن حساب سعر عقد الخيار وفقا للنموذج الثنائي المتعدد الفترات.

2-1- النموذج الثنائي لفترة واحدة: يقصد بنموذج الفترة الواحدة، ذلك النموذج الذي يسعى إلى تقدير سعر عقد الخيار في الأسواق المالية الكفؤة في ظل احتمال تغير سعر السهم مرة واحدة قبل أن يقوم المستثمر بتصفية

¹ - منير ابراهيم هندي، ج3، الخيارات، نفس المرجع، ص125.

² - Michel Lavasseur, aimable quintart, Op cit, P319.

³ - J.c. Augros, P. Navatte, Op cit, P42.

⁴ - هاشم فوزي، مرجع سابق، ص-215-214

⁵ - J. c Augros, Op cit, p117

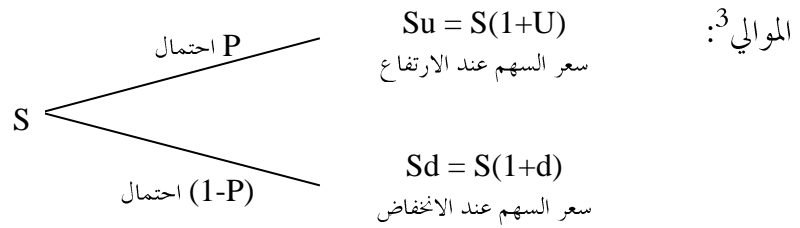
⁶ Mondher Bellalah, yves simon, Op cit, P63.

⁷ Ibid, Op cit, P263.

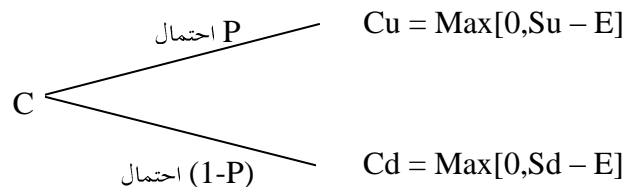
مركزه¹، ويفترض هذا النموذج أن التوزيع ثنائي الحدين، حيث أن سعر السهم في السوق نهاية الفترة الزمنية يمكن أن يأخذ قيمتين، أي إما أن يرتفع وإما أن ينخفض بمعدلات يمكن توقعها، أو بعبارة أخرى فعند انتهاء الفترة الزمنية فإن سعر السهم في سوق الأوراق المالية (S)، يمكن أن يرتفع بمعدل (U) وباحتمال (P)، أي أن سعر السهم سيكون²: $S_u = S(1+U)$

أو أن ينخفض بمعدل (d) و باحتمال (1-P)، أي أن سعر السهم سيكون : $S_d = S(1+d)$ مع الإشارة الى أن قيمة (d) هي سالبة.

وتكون أسعار السهم المحتملة والممكنة في نهاية الفترة الزمنية وفقا للنموذج الثنائي لفترة واحدة على الشكل



وباعتبار وجود فترة زمنية واحدة، أي هناك لحظة ابتدائية ولحظة نهائية، وعليه فمن الضروري معرفة قيمة عقد الخيار في اللحظة الابتدائية، لأن الهدف من النموذج هو تحديد قيمة المكافأة المدفوعة أو المقبوضة لشراء أو بيع عقد الخيار، لكن المشكلة أن سعر عقد الخيار في اللحظة الابتدائية مجهول، غير أننا نعلم أن في تاريخ التنفيذ سيكون سعر عقد الخيار مساويا لقيمته الذاتية⁴. وعليه فإن سعر عقد الخيار الشراء يأخذ بدوره سعرين محتملين عند نهاية الفترة أي سعر مقدر (Cu) في حالة ارتفاع سعر السهم بمعدل (u) وباحتمال (P) أو بسعر مقدر Cd في حالة انخفاض سعر السهم بمعدل (d) أو باحتمال (1-P) والشكل التالي يوضح ذلك⁵:



ولكن لإيجاد سعر عقد خيار الشراء وفقا لهذا النموذج، لا بد أولا من معرفة نسبة التغطية، والمشار إليها بالرمز (H)، إذ كما ذكرنا سابقا أن فكرة النموذج التي جاء بها Cox و Rubest و Ross تقدم على افتراض تشكيل محفظة مغطاة، وبالتالي تحقيق تغطية كاملة لمركز المستثمر⁶، وتكون التكلفة المبدئية لهذه المحفظة المغطاة مقدرة (S - Hxc)، وبطبيعة الحال ستكون تكلفتها في نهاية الفترة ببساطة مساوية لـ $(1+r) \times (S - Hxc)$

¹ - منير ابراهيم هندي، ج3، الخيارات، مرجع سابق، ص6.

² Francine roure, Op cit, P481.

³ J.c. Augros, P. Navatte, op cir, P42.

⁴ - Mondher Bellalah, yves simon, Op cit, P64.

⁵ - J.c Augros, Op cit, P119.

⁶ - Ibid, P127.

وذلك باعتبار أن هذه المحفظة مغطاة وخالية من المخاطرة، فمهما تغير سعر السهم في السوق فلن يزيد معدل العائد على الاستثمار فيها عن معدل الاستثمار الخالي من المخاطرة.

وبافتراض وجود محفظة أخرى في نهاية الفترة (Su-HCu)، فإن انطلاقاً من مفهوم المراجعة ولكي تتساوى التدفقات النقدية لهاتين المحفظتين في نهاية الفترة، فلا بد أن تكون حتماً تكلفتها متساوية وإلا تدخل المراجعون في السوق بتحقيق فرص ربح سهلة وخالية من المخاطرة بشراء المحفظة الأقل تكلفة وبيع المحفظة الأكبر تكلفة، وعليه وبمساواة تكلفة المحفظتين نحصل على المعادلة التالية¹:

$$(1+r)(S-Hc) = Su - Hcu \dots (1)$$

ولتسهيل الحساب فقط سنفترض $R=(1+r)$

وباستخراج قيمة خيار الشراء (C) من هذه المساواة، سنجد²:

$$C = \frac{S(R-U)+ HCu}{H \times R}$$

وباعتبار أن نسبة التغطية (H) تحسب على الشكل الموالي³:

$$H = \frac{S(U-d)}{Cu - Cd}$$

وبتعويض قيمة H في المعادلة رقم (2)، نجد⁴:

$$C = \frac{[Cu \frac{(R-d)}{U-d} + Cd \frac{(U-R)}{U-d}]}{R}$$

وإذا أردنا تسهيل معادلة أكثر مما سبق فإنه يمكن اعتبار كل من:

$$P = \frac{(R-d)}{(U-d)} \text{ و } (1-P) = \frac{(U-R)}{(U-d)}$$

وتصبح المعادلة النهائية لحساب سعر عقد خيار الشراء وفقاً للنموذج الثنائي لفترة واحدة كالآتي⁵:

$$C = \frac{[P Cu + (1-P)Cd]}{R}$$

ويمثل هذا السعر سعر التوازن لعقد خيار الشراء (C). بحيث:

P : نسبة احتمال تحرك سعر السهم الأعلى	$(1-P)$: نسبة احتمال تحرك سعر السهم الأسفل
Cu : قيمة خيار الشراء في حالة ارتفاع سعر السهم	Cd : قيمة خيار الشراء في حالة انخفاض سعر السهم
U : معدل ارتفاع سعر السهم	d : معدل انخفاض سعر السهم
r : معدل الفائدة الخالي من المخاطرة	

إن قيمة عقد الخيار وفقاً للنموذج الثنائي عبارة عن قيمة متوقعة مخصومة بمعدل عائد خالي من المخاطرة، ومعدل الخصم هذا ناتج عن تشكيل محفظة مغطاة وخالية من فرص المراجعة المربحة وبدون مخاطرة. ونعرف قيمة (P) هنا بالاحتمال المحايد للمخاطرة⁶.

¹- Mondher Bellalah, yves simon, Op cit, P66.

²- Ibid, P67.

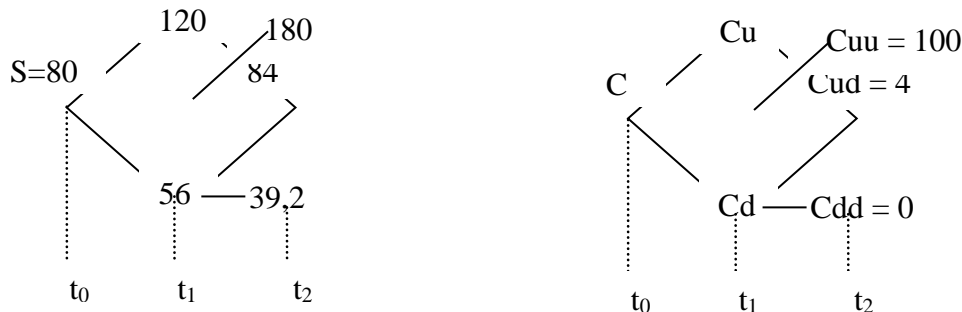
³- J.c. Augros, P. Navatte, Op cit, P45.

⁴- Mondher Bellalah, yves simon, Ibid, P67.

⁵ J.c. Augros, Op cit, P120.

⁶ Mondher bellalah, yves simon, Ibid, P68.

2-2- النموذج الثنائي لفترتين: إن استخدام النموذج الثنائي للفترة الواحدة لحساب وتحديد سعر الخيار يعتبر الحجر الأساس في اشتقاق قيمة الخيار في الفترة الثانية والفترات المتعددة، ويفترض النموذج الثنائي لفترتين على إمكانية تقسيم مدة حياة عقد الخيار إلى فترتين متتاليتين (يومية، أسبوعين، شهرين..)، بحيث تستعمل مخرجات الفترة الأولى كمدخلات الفترة الثانية، وعلى هذا الأساس سوف يزداد عدد النتائج الممكن حدوثها. دعنا نفترض المثال التالي¹: إن سعر سهم ما في السوق الحاضر في اللحظة t_0 : 80 دولار، وأنه في نهاية الفترة الأولى يمكن أن يرتفع سعر السهم بمعدل $U=1.5$ أو أن ينخفض بمعدل $d=0.7$ ، وسنفترض أيضا وجود عقد خيار شراء على هذا السهم بسعر تنفيذي 80 دولار، مع العلم أن معدل العادة الخالي من المخاطرة (r) هو 10%، والشكل الموالي يبين الأسعار الممكن حدوثها بكل من السهم وعقد الشراء وذلك وفقا للنموذج الثنائي لفترتين.



فإذا كان سعر السهم في اللحظة t_1 : 120 دولار، فإن نسبة التغطية ستكون مساوية لـ:

$$H = \frac{C_{uu} - C_{ud}}{(U - d)S_u} = \frac{100 - 4}{(1.5 - 0.7)120} = 1$$

وإذا كان معروفا لدينا أن $P = \frac{R-d}{U-d}$ ، وذلك مع العلم أيضا أن $R=1+r$ ، فإنه يمكن حساب C_u وفقا للمعادلة

$$C_u = \frac{1}{R} [PC_{uu} + (1 - p)C_{ud}]$$

$$C_u = \frac{1}{1.1} \left[\frac{1.1 - 0.7}{1.5 - 0.7} \times 100 + \frac{1.5 - 1.1}{1.5 - 0.7} \times 4 \right] = 47.27\$$$

أما في حالة إذا كان سعر السهم في اللحظة $t_2=56$ ، فإن نسبة التغطية ستكون مساوية:

$$H = \frac{C_{ud} - C_{dd}}{(U - d)S_s} = \frac{4 - 0}{(1.5 - 0.7)56} = 0.0893$$

وتكون قيمة C_d وفقا لهذه النسبة المحسوبة كالتالي:

$$C_d = \frac{1}{1.1} [0.5 \times 4 + 0.5 \times 0] = 1.82\$$$

وبحسابنا لكل من C_u و C_d ، يمكننا استخراج المعادلة النهائية (حساب سعر عقد خيار الشراء وفقا للنموذج الثنائي لفترتين

$$C = \frac{1}{R} [PC_{ud} + (1 - p)C_d]$$

$$C = \frac{1}{1.1} [0.5 \times 47.27 + 0.5 \times 1.82] = 22.31\$$$

وذلك مع نسبة تغطية تقدر بـ:

¹ - راجع كلا من:

- j.c Augros, P.Navatte, Op cit, P51-52.

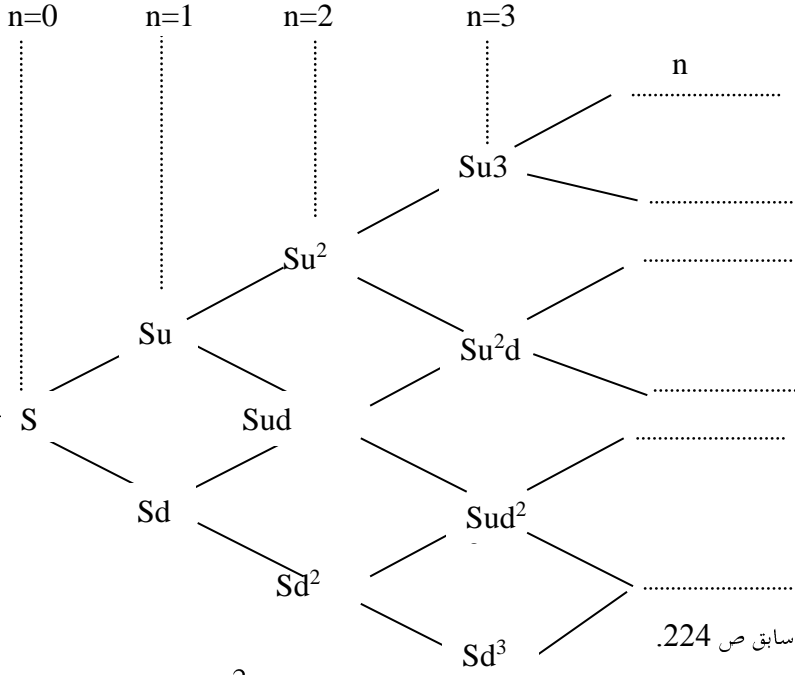
- Francine Roure, Op cit, P500.

$$H = \frac{Cu - Cd}{(U - d)S} = \frac{47,27 - 1,82}{(1,5 - 0,7)80} = 0,71$$

(لقد سبق التطرق لمعاني الرموز)

2-3- النموذج الثنائي المتعدد الفترات: يستعمل هذا النموذج نفس الإجراءات الحسابية السابقة، ولكن هذه الفترة مع فرض أن عدد الفترات الزمنية المتبقية حتى تاريخ تنفيذ عقد خيار هي **M** فترة، حيث في نهاية كل فترة يتخذ السعر السهم في السوق الحاضر اتجاهين مختلفين، فيمكنه أن يرتفع بمعدل **U** وباحتمال **P** أو أن ينخفض بمعدل **d** وباحتمال **(1-P)**¹، وتكرار هذه العملية **N** مرة، تكون أسعار السهم الممكنة على النحو التالي:

الشكل رقم (15): أسعار السهم الممكنة



المصدر: هاشم فوزي، مرجع سابق ص 224.

وانطلاقاً من معادلة تسعير عقد خيار الشراء وفقاً للنموذج الثنائي لفترتين²:

$$C = \frac{1}{R^2} \{P^2 \text{Max}[0, U^2S - E] + 2P(1 - P) \text{Max}[0, UdS - E] + (1 - P)^2 \text{Max}[0, d^2S - E]\}$$

يمكننا استخراج الصيغة المعممة لتقييم عقد خيار الشراء وفقاً للنموذج الثنائي المتعدد الفترات وذلك في المعادلة

$$C = \frac{1}{R^N} \left\{ \sum_{j=0}^N \left(\frac{n!}{j!(n-j)!} \right) P^j (1 - P)^{n-j} \text{Max}[0, U^j d^{n-j} S - E] \right\}$$

التالية³: حيث تمثل كل من:

C: سعر خيار الشراء.	N: عدد الفترات الزمنية حتى تاريخ تنفيذ العقد
P: احتمال ارتفاع سعر السهم ومساوي للقيمة $\frac{n!}{j!(n-j)!}$ مع العلم أن R=1+r	E: سعر التنفيذ
1-P: احتمال انخفاض سعر السهم.	r: معدل العائد الخالي من المخاطرة
j: عدد مرات ارتفاع سعر السهم من مجموع الفترات (n)	U: معدل ارتفاع سعر السهم
	d: معدل انخفاض سعر السهم

ونشير إلى القيمة $\frac{n!}{j!(n-j)!}$ بأنه يمكن حسابها باستعمال مثلث باسكال⁴ (Pascal):

1- Mondher Bellalah, Yves Simon, Op cit, P68.

2- J.c. Augros, Op cit, P120.

3- Robert Kolk, understanding options, published by john wiley and sons, inc, 1995, P273.

4-J.c Augros, P.navatte, Op cit, P53.

n \ J	0	1	2	3	4	-----
0						
1		1				
2		2	1			
3		3	3	1		
4		4	6	4	1	
⋮						

فمثلا اذا كان $n=3$ تصبح قيمة (C) مساوية لـ:

$$C = \frac{1}{R^3} \{P^3 \text{Max}[0, U^3 S - E] + 3P^2(1 - P) \text{Max}[0, U^2 d S - E] + 3P(1 - P)^2 \text{Max}[0, u d^2 S - E] + (1 - P)^3 \text{Max}[0, d^3 S - E]\}$$

أما فيما يخص معادلة تحديد قيمة خيار البيع (P) وفقا للنموذج الثنائي المتعدد الفترات فهي كالتالي¹:

$$p = \frac{1}{R^N} \left\{ \sum_{j=0}^N \left(\frac{n!}{j! (n-j)!} \right) P^j (1 - P)^{n-j} \text{Max}[0, E - U^j d^{n-j} S] \right\}$$

¹- J.c Augros, Op cit, P120.

خلاصة الفصل:

تعمل المشتقات المالية عموماً كأدوات لنقل المخاطر من طرف لا يرغب في تحمل المخاطر ويعمل على التحوط منها لآخر قادر على تحملها ويسعى لتحقيق أرباح من هذه المخاطرة، فالهدف من خلق واستعمال المشتقات إنما هو تجنب المخاطرة والتحوط منها.

وقد تطورت سوقاً مالية إلى جانب السوق الحاضر، وأصبحت تمارس عملياتها ضمن حيز منظم يطلق عليه بالسوق الآجل، وقد برز هذا التطور في الأدوات المعتمدة فيها ومختلف العمليات المبرمة وفقها، حيث تعد أهم الأدوات المالية المعتمدة في السوق الآجل: العقود الآجلة كأبسط أنواع المشتقات من حيث خصائصها وطبيعتها إلى جانب المستقبلات التي تتميز بطابعها النمطي مع قابلية تداولها على مستوى السوق الآجلة، إضافة إلى عقود المبادلة وعقود الخيارات، هذه الأخيرة تعد أهم الأنواع المعتمدة في هذه السوق.

فإبرام عقد الخيار يسمح بموجبه تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد في المستقبل حسب الحالة التي يمر بها طرفا العقد الأمر الذي يساهم في تدنية المخاطر بقدر كبير للمتعاملين وفقها، وبالتالي التحوط مقابل مبالغ مالية صغيرة، كما قد تكون المضاربة الهدف الأساسي من التعامل وفق عقود الخيارات، وذلك لتحقيق مكاسب مقابل تحمل مخاطر إضافية لأطراف تسعى لتدنيها.

يرى العديد من الباحثين في مجال الأسواق المالية أن عقود الخيارات لها تأثير جد مهم على أداء السوق المالي سنحاول من خلال الدراسة الميدانية في الفصل التطبيقي الموالي محاولة اثبات أو نفي أثر تداول عقود الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس.

الفصل الثالث:

قياس أثر تداول عقود الخيارات في سوق
MONEP على أداء بورصة باريس

مقدمة:

بعد تقديم الجانب النظري والمتعلق بالمفاهيم الأساسية حول السوق المالي والأدوات الأساسية المتداولة فيه وكذا مكانة عقود الخيارات بين المشتقات المالية، سنحاول في هذا الفصل قياس أثر تداول عقود الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس، حيث نتناول من خلاله أثر المتغيرات المستقلة (قيمة وعدد عقود الخيار على المؤشرات وعقود الخيار على الأسهم) على المتغيرات التابعة وهي مؤشرات أداء بورصة باريس (السيولة، عدد الشركات المدرجة في البورصة، مؤشر CAC40).

ولإلمام أكثر بدراسة حالة أثر تداول عقود الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس سنتناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق المشتقات المالية الفرنسي MONEP

المبحث الثاني: تطور نمو المشتقات المالية في بورصة باريس

المبحث الثالث: دراسة العلاقة بين تداول عقود الخيارات في سوق MONEP وأداء بورصة باريس

المبحث الأول: سوق المشتقات المالية الفرنسي MONEP

المطلب الأول: بورصة باريس

يمكن سرد تطور بورصة باريس وبعض خصائصها كالتالي¹:

1- ظهور بورصة باريس:

تُعد بورصة باريس هي أكبر بورصة في فرنسا حيث عُرفت عبر التاريخ باسم "بورصة باريس" وقد عُرفت هذه البورصة منذ مطلع الألفية باسم يورونكست باريس، وهي واحدة من بين العديد من البورصات المدججة المدرجة في السوق الأوروبية تحت راية يورونكست. هناك العديد من الأدوات المالية المتداولة بنشاط في سوق يورونكست باريس، بما في ذلك المؤشرات، والأسهم، والسلع، والسندات والمشتقات. وتقع البورصات التي تمثل جزءاً من يورونكست، فضلاً عن بورصة باريس، في لندن، ولشبونة، وأمستردام، وبروكسل. هناك أكثر من 1300 شركة مدرجة في هذه البورصة الإلكترونية المدججة، وهذا يجعلها أكبر سوق لرأس المال في أوروبا.

شهدت بداية القرن التاسع عشر انطلاق بورصة باريس، وكذلك بداية عهد جديد في السوق المالية الفرنسية. وفي حين كان هناك بعض أوجه التشابه مع السوق الباريسي الاحتكاري القديم، فقد اعتُبرت بورصة باريس مكاناً عاماً يمكن فيه تداول الأوراق المالية. ومع أن إنشاء هذه البورصة لم يمنح الشعب الفرنسي إمكانية الوصول إلى التداول الحر غير المقيد، إلا أنها كانت ممثلاً لحركة إصلاح مالي تتم في جميع أنحاء البلد.

2- نظام التداول في بورصة باريس:

تأسست بورصة باريس في مبنى متطور يسمى قصر برونيار، الذي تم الانتهاء منه في عام 1826، والذي ضم أنشطة التداول في البورصة لمدة قرن ونصف. وخلال الثمانينيات، مرت بورصة باريس بفترة من الإصلاح، حيث تم دمج الأنظمة الحاسوبية في عمليات التداول الخاصة بها في محاولة لاستعادة الأعمال التي فقدت لصالح بورصة لندن. وفي حين أن نظام التداول في بورصة باريس كان في البداية الأسلوب الصريح المفتوح، فقد ظل هذا النظام في عام 1989 بقدرته محدودة للغاية، حيث أصبحت عمليات البورصة إلكترونية بالكامل في عام 1998. وخضعت المؤسسات المالية الفرنسية الرئيسية الأربع لعملية اندماج وإعادة هيكلة شاملة في عام 1999، بعد دمج

¹ - <https://www.topratedforexbrokers.com/ar/التعليم-والأدلة/بورصة-باريس-يورونكست-باريس/> Vu le 13/04/2019.

شركة MATIF SA ، وSBF، و Société du Nouveau Marché، و MONEP SA في شركة واحدة جديدة، عُرفت باسم بورصة باريس Bourse SBF SA.

وقد سمح هذا التشكيل الجديد بتوفر جميع أنواع أنشطة التداول في بورصة واحدة بما في ذلك السندات، والمشتقات، والأسهم، والسلع. في عام 2000، أنهت بورصة باريس رسمياً دورها باعتبارها السوق المستقلة للبلاد، مع نشأة بورصة باريس الجديدة Paris Bourse SBF SA مع بورصات بروكسل وأمستردام لتشكيل أول بورصة في عموم أوروبا. وفي نهاية المطاف أصبحت معروفة باسم بورصة Euronext N.V. وقد وفرت بورصة يورونكست تداولاً إلكترونياً متكاملًا تمامًا للمتداولين، إلى جانب إتاحة الوصول إلى أسواق مختلفة بما في ذلك السلع، والمشتقات، والديون، والأسهم. وشهد عام 2007 اندماج بورصة نيويورك (NYSE) مع بورصة يورونكست لتشكيل كيان يسمى بورصة نيويورك يورونكست، والذي اعتُبر على نطاق واسع وسيلة لإيجاد سوق عالمية لتعزيز التداول الدولي لأدوات الدين، والمشتقات، والأسهم.

وتخضع جميع عمليات التداول والعمليات الاستثمارية التي تقوم بها يورونكست باريس للائحة الداخلية لـ “لجنة المؤسسات المالية والشركات الاستثمارية (CECEI)، وهيئة الأسواق المالية (AMF)، ووزارة الاقتصاد الفرنسية، واللجنة المصرفية. تُعد بورصة يورونكست هائلة الحجم، وبعد دمج الأسواق الأوروبية المستقلة في سوق عالمية واحدة، تمكنت يورونكست من أن تصبح واحدة من أقوى الجهات العالمية الرائدة في التداول. تسعى بورصة باريس دائماً إلى عرض أحدث منصات وخدمات التداول المتطورة للمتداولين والمستثمرين، وهي جزء من بورصة أوروبية تعمل بوصفها بوابة للشركات الدولية للوصول إلى المجتمعات الاستثمارية الأوروبية، إضافة إلى كونها قاعدة دعم للاقتصاد الأوروبي ككل.

3- مؤشرات بورصة باريس وهيكلها:

تُقاس حيوية سوق باريس عادة بحالة الأداء الخاصة بمؤشر الأسهم CAC 40، ويمثل هذا المؤشر، الذي يخضع لإدارة يورونكست باريس، أكبر 40 سهماً مدرجاً في البورصة من حيث القيمة السوقية والسيولة. هناك ثلاثة أقسام متميزة لسوق الأسهم الفرنسية¹:

¹ - <https://www.topratedforexbrokers.com/ar/التعليم-والأدلة/بورصة-باريس-يورونكست-باريس/> Vu Le 25/04/2019

- **The Premier Marché** يُعرف باسم القائمة الرسمية، ويشمل هذا القسم الشركات الأجنبية الكبيرة والشركات الفرنسية الوطنية وكذلك غالبية إصدارات السندات.
- **The Second Marché** يُدرج هذا القسم الشركات متوسطة الحجم.
- **The Nouveau Marché** تضم هذه القائمة الشركات الناشئة سريعة التوسع التي تبحث عن المزيد من رأس المال من أجل تمويل توسعها، والتي ترتبط بسوق نمو الأسهم الأوروبية. Euro.nm.
- هناك أيضاً سوق رابع يسمى **Marché Libre** غير أن هذا السوق لا يخضع للتنظيم، وتديره بورصة يورونكست باريس لمعالجة المعاملات في الأوراق المالية التي ليست مدرجة في أي من الأسواق الثلاثة الأخرى.
- هناك أيضاً مجموعة من المؤشرات المختلفة التي تحسبها بورصة يورونكست باريس:
- **CAC 40** المؤشر المرجعي لبورصة باريس هو مؤشر **CAC 40** ، وهو مؤشر في الوقت الفعلي. ويمثل هذا المؤشر مقياساً مرجحاً برأس المال السوقي لأعلى 40 قيمة مهمة من بين أعلى 100 رأس مالي سوقي في بورصة يورونكست باريس.
- **SBF 120** جميع عناصر **CAC 40** مدرجة أيضاً في مؤشر **SBF 120** ، وهو أوسع نطاقاً ومعترف به باعتباره معياراً لصناديق الاستثمار.
- **مؤشر SBF 250** هو معيار للأداء طويل الأجل في محافظ الأسهم، ويشمل كامل مؤشر **SBF 120** في هيكل يُحدّد حسب القطاع.
- **مؤشر MIDCAC** هو مؤشر مهم آخر، يشمل 100 من أسهم الشريحة المتوسطة الأكثر سيولة في **Premier Marché** و **Nouveau Marché**، ويتم احتسابه على أساس أسعار الإغلاق والفتح، ويُستخدم كمؤشر للصناديق.
- **مؤشر Marché الثاني** — هذا المؤشر مثله مثل مؤشر **MIDCAC** ، يُعتبر أيضاً معياراً للصناديق.
- **مؤشر Nouveau Marché** يمثل هذا المؤشر أسهم سوق النمو.
- **SBF-FCI** هو مؤشر يعتمد على اختيار السندات القابلة للتحويل ويمثل ما لا يقل عن 70٪ من الرسملة الإجمالية لهذا السوق، ويحتسب مرتين في اليوم.

المطلب الثاني: تنظيم بورصة باريس

1- إدارة بورصة باريس:

تدار سوق رأس المال الفرنسية من طرف شركة اليورونكست وهيئة السوق المالية، وفيما يلي توضيح لكل منهما¹:

1-1- شركة السوق اليورونكست: وهذا بعد اندماج بورصة باريس مع امستردام وبروكسل، وتعمل على تنظيم وضمان عمل سوق الأوراق المالية الفرنسي، كما تؤمن قواعد السوق وتعلن عن قبول الأوراق المالية، وقبول العضوية، كما تدير انظمة الكمبيوتر للتداول مع أشهر وتسجيل المفاوضات بين اعضاء السوق، وتضمن أنشطتها كلا من:

- تداول الأوراق المالية.
- تداول المشتقات.
- رسوم المعاملات.
- التسوية والتسليم.
- ادارة التداول.
- خدمات المعلومات.
- رصد الأسواق التي تديرها اليورونكست.

1-2- هيئة السوق المالية (AMF): هي هيئة مستقلة ماليا واداريا، وتعتبر السلطة التنظيمية للأسواق المالية الفرنسية، تم تأسيسها بموجب القانون رقم 706-2003 ل 01 أوت 2003، كمل الشروع بموجب المرسوم رقم 1109-2003 المؤرخ في 21 نوفمبر 2003، اذ تعتبر هيئة عامة مستقلة ذات شخصية اعتبارية، تضمن حماية المدخرات المستثمرة من ادوات مالية واستثمارات اخرى وتعطيها مكان للاكتتاب العام وتوفير المعلومات للمستثمرين واداء السوق المالية، كما تساعد على تنظيم هذه الاسواق على المستويين الاوربي والدولي، وقد أنشأت بعد اندماج الهيئات الاتية:

- مجلس الاسواق المالية (CMF) تمثل السلطة المهنية.
- لجنة مراقبة العمليات المالية للبورصة (COB).

¹- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل سوق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص237.

- المجلس التأديبي للإدارة المالية CDGF.

2- تقسيمات بورصة باريس:

يقسم سوق الأسهم الفرنسي إلى السوق الأولي الذي يسعى إلى الربط بين عارضي رؤوس الأموال طويل الأجل وطالبيها، وذلك عن طريق اللجوء لما يسمى بالادخار العلني من خلال إصدار الأوراق المالية طويلة الأجل، أما الجزء الثاني فيتمثل في السوق الثانوية التي تسمح بسهولة انتقال الأوراق المالية المصدر في السوق الأولى بين المستثمرين، مع العلم أنه تتواجد عدة بورصات محلية في فرنسا منها: بوردو؛ ليل؛ ليون؛ مرسيليا؛ نانسي، ونانت إلا أن نشاطها جد محدود مقارنة ببورصة باريس، ويحتوي السوق الثانوي بدوره حسب التقسيم الجديد للبورصة الأوروبية الفرنسية يورونكست على أربعة أسواق ثلاثة منها منظمة وواحدة غير منظمة¹:

2-1- السوق الأول (The Premier Marché): يُعرف باسم القائمة الرسمية، ويشمل هذا القسم الشركات الأجنبية الكبيرة والشركات الفرنسية الوطنية وكذلك غالبية إصدارات السندات، ويمثل أكبر سوق منظم يضمه السوق المالي الفرنسي، لذا تخضع عملياته إلى رقابة صارمة للتأكد من سلامتها ومدى مطابقتها للقوانين، حيث تفرض مجموعة من الشروط من أجل الإدراج على مستواها.

2-2- السوق الثاني (The Second Marché): سوق منظم يُدرج في هذا القسم الشركات متوسطة الحجم التي لا تمتلك المؤهلات للإدراج على مستوى السوق الأول، وتم إنشاؤه في 01 فيفري 1983 بهدف الرفع من عدد الشركات المسجلة بالبورصة.

2-3- السوق الجديد (The Nouveau Marché): سوق منظم تم إنشاؤه في 14 فيفري 1996، تضم هذه القائمة الشركات الناشئة سريعة التوسع والنمو التي تبحث عن المزيد من رأس المال من أجل تمويل توسعها، وتتميز شروط الدخول بالمرونة، كما ترتبط بسوق نمو الأسهم الأوروبية Euro.nm.

2-4- السوق الحر (Marché Libre): هناك أيضاً سوق رابع يسمى بالسوق الحر (Marché Libre) غير أن هذا السوق لا يخضع للتنظيم، وتديره بورصة يورونكست باريس لمعالجة المعاملات في الأوراق المالية التي ليست مدرجة في أي من الأسواق الثلاثة الأخرى، وتم إنشاؤه في 25 سبتمبر 1996.

¹ - <https://www.topratedforexbrokers.com/ar/التعليم-والأدلة/بورصة-باريس-يورونكست-باريس/> Vu le 08/05/2019

المطلب الثالث: سوق المشتقات الفرنسي وتنظيمه

وهو القسم الثاني في السوق المالي الفرنسي حيث يمثل السوق الآجل، ويتشكل من قسمين أساسيين هما: السوق الآجل العالمي لفرنسا (MATIF) وسوق الخيارات المتداولة لباريس (MONEP).

1- السوق الآجل العالمي لفرنسا (MATIF)

نشأ في 20 فيفري 1986 بباريس تحت اسم السوق الآجل للأدوات المالية، ثم تغيرت تسميته سنة 1988 لتصبح السوق الآجل العالمي لفرنسا لأنه أصبح يضم العقود المستقبلية على الأدوات المالية والسلع. ويتخصص هذا السوق في تداول كل من عقود المستقبلات علي نسب الفائدة وعلى المؤشرات والعملات وعلى بعض المواد الأولية.

تتمثل الهيئات المشرفة على السوق المالي الفرنسي في سلطات وصاية أخرى تتمثل في:

- بنك فرنسا.
- مجلس عمليات البورصة (COB).
- سلطة السوق وتتمثل في مجلس الأسواق المالية (CMF).
- هيئة التسيير، وتتمثل في شركة السوق الآجل العالمي لفرنسا (MATIF SA).

2- سوق الخيارات المتداولة لباريس MONEP

يمثل سوق MONEP أهم أسواق الأدوات المالية المشتقة في العالم نشاطا وحيوية، سواء كان من حيث تنوع المنتجات المالية أو من حيث حجم التعامل وهو يخضع تحت سلطة لجنة الأسواق المالية وتحت تسيير شركة MONEP sa أحد فروع شركة Euronext. وقد تم افتتاح أول سوق منظم لتداول الخيارات المالي في فرنسا في 10 سبتمبر 1987، حيث كان التداول مقتصرًا فقط على الأسواق الغير منظمة المتسمة بضعف حجم التداول نتيجة محدودية تنميط العقود المبرمة. وكان انطلاق التعامل في MONEP مقتصد في عقود الخيارات القصيرة الأجل على ثلاث أصول فقط محلا للتعاقد وهي أسهم شركات فرنسية مرتفعة السيولة (Lafarge, Peugeot, Paribas) وقد عرفت هته العقود نجاحا وإقبالا طرف المستثمرين خاصة في ظل الأزمة المالية لأكتوبر 1987 مما ساعد في نموها وتنوعها وأصبح عددها 16 سنة 1989 وما إن مرت عشرة سنوات على بداية التعامل بها حتى تضاعف عددها 14 مرة ليصل عدد الأصول محل التعاقد إلى 44.

وفي 09 نوفمبر 1988 عقود الخيارات القصيرة الأجل على مؤشر CAC40 وهي من النوع الأمريكي التي يمكن تنفيذها قبل تاريخ استحقاقها وفي 17 أكتوبر تم إدخال التعامل بالخيارات الأوروبية على مؤشر CAC40 وكانت سابقة من حيث تاريخ الاستحقاق أما فيما يخص عقود الخيارات طويلة الأجل على الأسهم فلم يتم التعامل بها غلا بعد مرور 9 سنوات م بداية التعامل بالنوع الأمريكي حيث قدر عددها سنة 1998 بـ 27 سنة من خيارات الطولية الأجل من أصل 67 فئة من الخيارات على الأسهم.

ولم يقتصر التداول في الموناب على مؤشر CAC40 فقط، ففي 22 جوان 1998 تم خلق نوعين جديدين من الخيارات على المؤشرات، النوع الأول يتمثل في عقد خيار على مؤشر Dow jones stox x50 المشكل من 50 قديمة أوروبية، والآخر متمثل في مؤشر Dow jones Euro x50 المشكل من 50 قيمة من قيم منطقة الأورو ونفس المؤشرات طويلة الأجل أي من النوع الأوروبي التي لا يمكن تنفيذها إلا بحلول تاريخ استحقاقها وهي مسعرة باليورو وعلى سبيل ذكر اليورو فإنه حتى نهاية 1998 كان التسعير في الموناب يتم بالفرنك الفرنسي ومع دخول اليورو حيز التنفيذ في 4 جانفي 1999، أصبحت كل التعاملات مسعرة باليورو.

أما فيما يخص عرض الأسعار والطلبات فكان يتم في البداية عن طريق أسلوب المناداة ومنذ 22 فيفري 1990 أصبح التداول إلكترونيا وعرف باسم نظام التداول الإلكتروني لسوق الموناب (STAMP) إلى جانب استعمال أسلوب المناداة بالتوازي إلى غاية سنة 1994 حيث أصبح نظام التسعير مقتصر فقط على التداول الإلكتروني حيث بداية من نوفمبر 1995 يتم تداول الخيارات القصيرة والطويلة الأجل كل الأسهم عن طريق أسلوب التسجيل المستمر بالحاسوب الآلي، ماعدا عقود الخيارات على مؤشر CAC40 الذي بقي التعامل فيه مزدوج بين التداول الإلكتروني وأسلوب المناداة. وفي نهاية عام 2001 قامت شركة Euronext المسيرة للموناب بشراء Liffe اللندنية وأصبحت الأدوات المالية المتداولة في الموناب مجمعة في سوق واحد بالإضافة إلى منتجات مالية مشتقة أخرى وحتى من دول أوروبية أخرى، حيث يتم التداول في صالة Liffe connect وهو مكان التداول الأكثر حداثة في العالم.

المطلب الرابع: أنواع عقود الخيارات المتداولة في سوق MONEP

في فرنسا تم افتتاح سوق الخيارات القابلة للتفاوض بباريس négociable de marché des option Paris MONEP بتاريخ 10 سبتمبر 1987 بخيارات على ثلاثة أسهم، وفي 1995 وصل عدد أنواعها لـ 46 سهم، أما العقود التي تم تداولها فهي تناهز ثلاث ملايين عقد، وتم وضعها تحت سلطة هيئة السوق المالية (AMF) ومؤسسة (MONEP SA) وأصبحت الآن تابعة لمؤسسة (NYSE LIFFE PARIS)، والتي لا زالت متخصصة في عقود الخيار والعقود المستقبلية للأوراق المالية والمؤشرات، وهي الأدوات التي لا يجرى التعامل عليها في سوق (MATIF). وبدأت نشاطها بالسماح لمديري المحافظ، مهما كانت طبيعتها (المؤسسية المستثمرين، وتجارة التجزئية...) بالتحوط ضد ارتفاع أو انخفاض محافظهم، لذلك أنشأت سوق (MONEP) للتحوط من عدة مخاطر أهمها:

- مخاطر الطرف المقابل؛

- مخاطر تغير معدلات الفائدة قصيرة وطويلة الأجل؛

- مخاطر أسعار الأسهم.

ويمكننا تلخيص مختلف تطورات نشأة سوق (MONEP) في النقاط التالية:

- 10 سبتمبر 1987: فتح سوق (MONEP) بثلاث خيارات على الأسهم: Lafarge, Peugeot, Paribas وفي الفاتح من أكتوبر 1987 أصبح هناك عقود 11 سهم؛
- 09 نوفمبر 1988: فتح تداول الخيار على CAC40 للمدى القصير؛
- 17 أكتوبر 1991: فتح تداول عقود الخيار على CAC40؛
- نوفمبر - ديسمبر 1995: التداول الإلكتروني لجميع عقود خيارات الأسهم المتداولة؛
- أكتوبر 1996: افتتاح تداول الخيارات طويلة الأجل على الأسهم؛
- 10 جويلية 1997: قبول تداول العقود المستقبلية لـ CAC40 في MONEP ؛
- 17 سبتمبر 1997: الإعلان عن اتفاق التعاون بين MONEP و MATIF، بورصة باريس، البورصة الألمانية و SOFFEX؛
- أبريل 1998: التداول الإلكتروني لجميع العقود المستقبلية لـ CAC40؛
- 22 جويلية 1998: ادخال العقود المستقبلية والخيارات على المؤشرات الأوروبية STOXX50, EUROSTOXX50 في MONEP ؛

- 22 مارس 1999: انطلاق تداول العقود المستقبلية والخيارات للمؤشرات القطاعية؛
- 01 جوان 1999: اندمجت بورصة باريس مع مختلف الأسواق الفرنسية (MATIF, SBF, MONEP) لتشكيل مؤسسات بورصة باريس.

وبذلك هناك ثلاث أنواع من العقود المشتقة المتداولة في سوق MONEP وهي:

- عقود الخيارات على الأسهم طويلة وقصيرة الأجل؛

- عقود الخيارات على المؤشرات؛

- العقود المستقبلية على المؤشرات.

1- عقود الخيارات على الأسهم:

عقود الخيارات على الأسهم هي منتجات موحدة الخصائص في MONEP وتتبع قواعد محددة للغاية والتي يتم تعيينها من قبل اليورونكست. وهناك عقود الخيارات على الأسهم قصيرة الأجل (من شهر إلى 9 أشهر) وطويلة الأجل (تصل إلى 24 شهرا)، فالخيارات قصيرة الأجل من فئة الخيارات الأمريكية (يمكن أن يمارس حقه في الشراء أو البيع في أي وقت بين تاريخ انشاء العقد وتاريخ الاستحقاق)، أما الخيارات طويلة الأجل هي من فئة الخيارات الأوروبية (لا يمكنه ممارسة حقه إلا في تاريخ الاستحقاق). وترد هذه الخيارات لأسهم الشركات المدرجة في البورصة اليومية اليوروليست وهي ما لا يقل عن 10000 سهم، ومتوسط المعاملات اليومية تصل إلى 35 معاملة، وبداية عام 2001 كان هناك أكثر من مائة فئة من الخيارات على 62 سهم (الفرنسية أو الأجنبية).

2- عقود الخيارات على المؤشرات:

عقد الخيار على المؤشرات هو عقد بين طرفين يعطي للمشتري حق وليس التزام بشراء أو بيع قيمة هذا المؤشر بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد. ومن المؤشرات المتداولة في سوق MONEP هي: عقود الخيارات على مؤشر CAC40، المؤشرات الأوروبية (Stoxx50, Euro Stoxx50, FTSEurofirst80 et 100) والمؤشرات القطاعية.

1-2 عقود الخيارات على مؤشر CAC40:

وهي من نوع الخيارات الأوروبية، وتقاس كل نقطة من هذا المؤشر بـ 1 يورو. ويعتبر هذا النوع من الخيارات أكثر الأنواع تداولاً وأكثرها سيولة، وشكلت خيارات المؤشر بين عامين 1997 و 1998 حوالي 50% من مجموع الخيارات، تم تداول 6461308 عقد خيار سنة 1997 و 16443276 سنة 1998. وهناك نوعان من الخيارات على مؤشر CAC40 وهي الخيارات قصيرة الأجل (PXI) وكان أول نوع من عقود

الخيارات على المؤشرات وبدأ التداول في MONEP سنة 1988، بعدها قدمت MONEP عقود الخيارات (PXL) في 17 أكتوبر 1991. ولقد جلب هذا الابتكار من العقود للسوق ميزتين من حيث المدة ونوع الخيار: مدة العقد سنتان، في حين أن استحقاق العقود المتداولة في السابق (PXI) لم تتجاوز 6 أشهر، بالإضافة إلى ذلك فعقود الخيار على مؤشر CAC40 لمدة عامين هي عقود الأوروبية، فهو يسمح للبائع بممارسة الخيار في يوم الاستحقاق، كما يضمن البائع استمرار منصبه لمدة عامين دون التعرض لخطر يهدده بطلب ممارسة العقد في وقت مبكر من طرف المشتري، وبذلك تسمح لمديري المحافظ الذين يقومون ببيع الخيارات للتحوط أو لتحسين أدائها، وذلك لأن مدة العقد أطول وبتكلفة معقولة فهي أقل تكلفة بكثير من سلسلة الخيارات قصيرة الأجل.

2-2- عقود الخيارات على مؤشر DOW JONES STOXX50 & EURO STOXX50:

هي مؤشرات الاتحاد الأوروبي وأطلقت خيارات DOW JONES STOXX50 & EURO STOXX50 في 22 جوان 1998. ويمثل مؤشر DOW JONES STOXX50 القيم الأوروبية الرئيسية من خلال 19 قطاع صناعي فهي تعكس تنوع الشركات الأوروبية، ويتألف هذا المؤشر من 660 سهم من 16 دولة في المنطقة الأوروبية، في حين يجمع مؤشر DJ EURO STOXX حوالي 320 سهم من 11 دولة من منطقة الاتحاد الأوروبي. بينما مؤشر DJ EURO STOXX50 تتكون من 50 سهم لأكبر الشركات من حيث القيمة السوقية والسيولة في دول الاتحاد الأوروبي. وهذين المؤشرين لهما خصائص مماثلة فلديهما قيمة موحدة 10 يورو لكل نقطة مؤشر، وتواريخ استحقاق ربع سنوية على مدى فترة 9 أشهر.

2-3- عقود الخيارات على المؤشرات القطاعية DOW JONES STOXX:

المؤشرات القطاعية DOW JONES STOXX (قطاعات البنوك، الطاقة، الاتصالات، التكنولوجيا، التأمين، المستحضرات الصيدلانية ووسائل الاعلام...). عقود الخيار على هذه المؤشرات عي عقود أوروبية، ونقطة واحدة من هذا المؤشر تساوي 100 يورو.

المبحث الثاني: تطور نمو المشتقات المالية في بورصة باريس

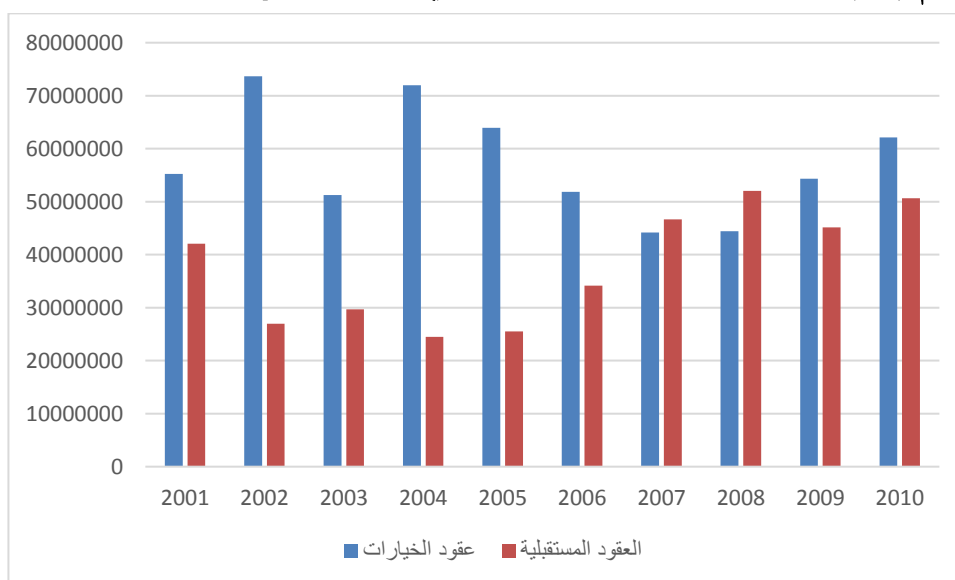
نتطرق في هذا المباحث إلى تطور نمو سوق المشتقات المالية الفرنسي من خلال ثلاثة مطالب، تتناول هذه المطالب كلا من: تطور عدد وقيمة العقود المشتقة في بورصة باريس، تطور نمو عقود الخيارات في بورصة باريس، تطور حجم رسملة (القيمة السوقية) لبورصة باريس.

المطلب الأول: تطور عدد وقيمة العقود المشتقة في بورصة باريس

1- تطور عدد العقود المشتقة في بورصة باريس:

نوضح في الشكل الموالي رقم () تطور عدد العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس بنوعيتها، عقود الخيارات والعقود المستقبلية.

الشكل رقم (16): تطور عدد العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال الفترة 2001-2010



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01)

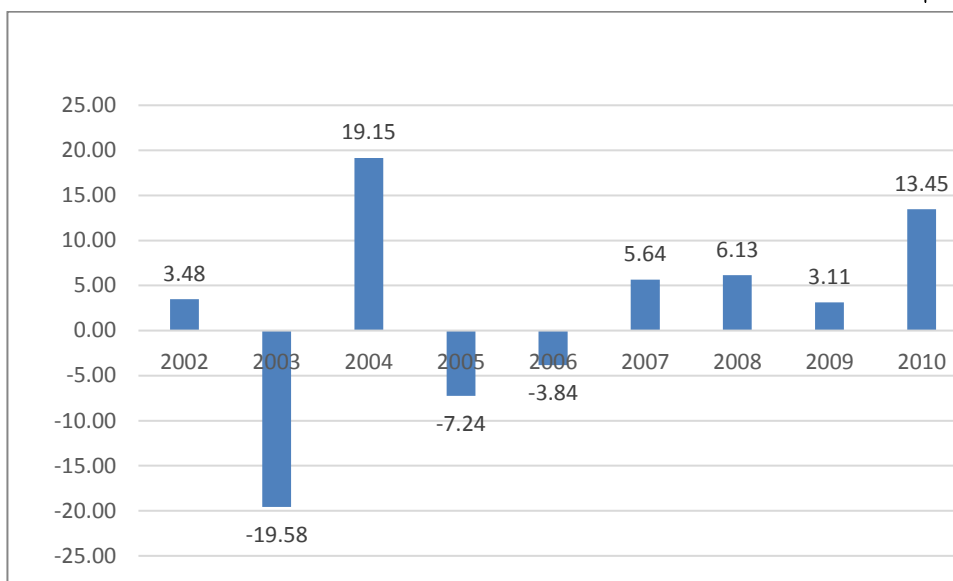
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن هناك تذبذب في عدد العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس طوال فترة الدراسة، كما أن عدد عقود الخيارات وفي معظم السنوات يعتبر أكثر العقود تداولاً في هذه السوق من العقود المستقبلية. إن نسبة عدد عقود الخيارات المتداولة خلال فترة الدراسة تساوي 60.29% أكبر من نسبة العقود المستقبلية المساوية لـ 39.71%.

وبحساب معدلات نمو* عدد العقود المشتقة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة، والتي تم توضيح قيمها في

الشكل الموالي:

* معدل النمو = نسبة النمو - 100، بحيث نسبة النمو = [عدد المشتقات في السنة المدروسة / عدد المشتقات في السنة السابقة] × 100

الشكل رقم (17): نسبة نمو عدد العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة

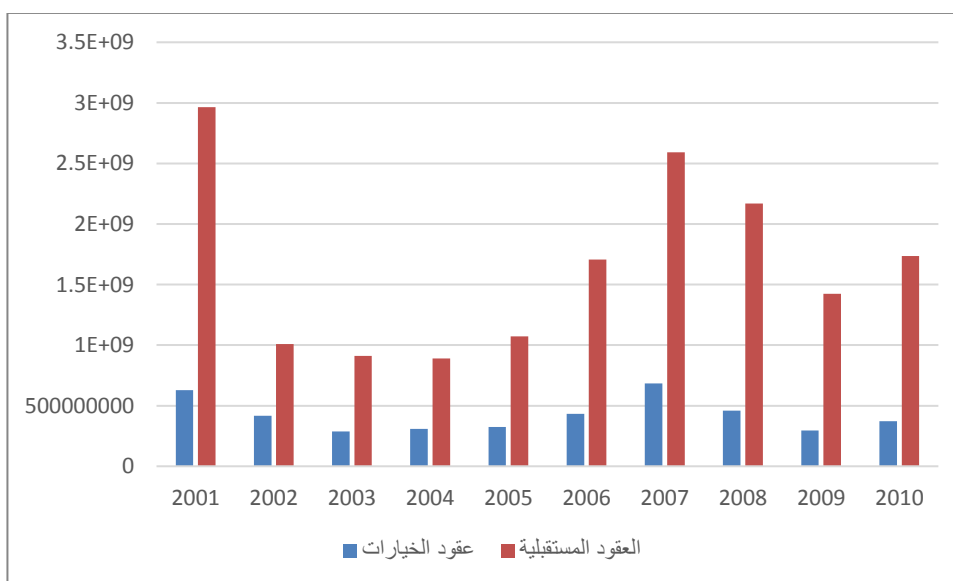


المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01)

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن أكبر نسبة انخفاض للعقود المشتقة في بورصة باريس تساوي 19.58% سنة 2003، بحيث بعدما كان عدد العقود المشتقة يساوي 100652423 عقد سنة 2002 انخفضت هذه العقود إلى 80939809 عقد سنة 2003. أما أكبر ارتفاع لعدد العقود المشتقة فكان سنة 2004 بنسبة 19.15% سنة 2004.

2- تطور قيم العقود المشتقة في بورصة باريس: نبين في الشكل الموالي رقم () تطور قيم العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس بنوعيتها، عقود الخيارات والعقود المستقبلية.

الشكل رقم (18): مجموع قيم العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة مقومة باليورو

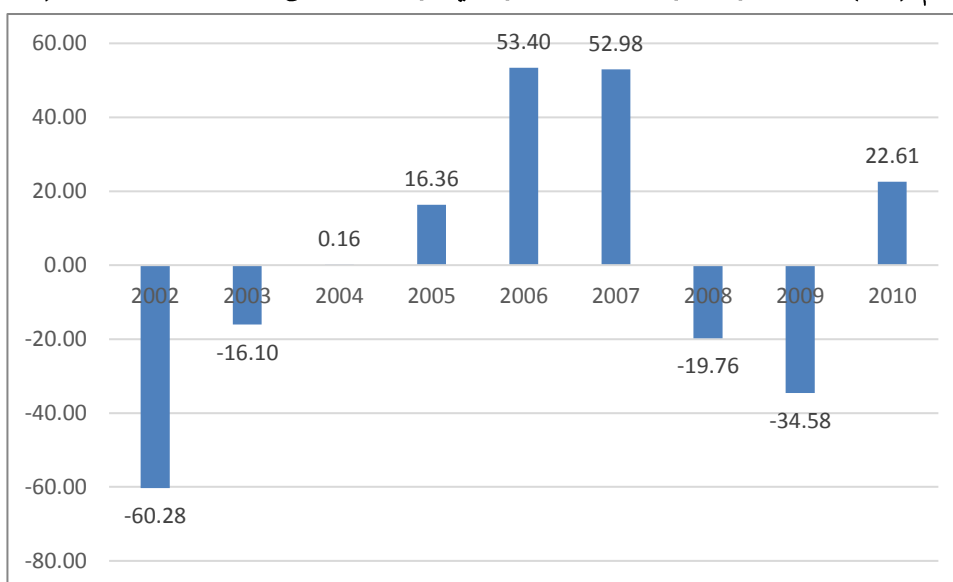


المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (02)

الشكل أعلاه يبرز التذبذب الواضح في القيم الكلية الخاصة بعقود المشتقات المالية المتداولة في بورصة باريس كما أن هذا الشكل يبين أن مجموع قيم العقود المستقبلية أكبر من مجموع قيم عقود الخيارات خلال فترة الدراسة وفي كل سنة من فترة الدراسة، حيث بلغت نسبة قيم العقود المستقبلية 79.66% من مجموع قيم العقود المشتقة، بينما عقود الخيارات تساوي 20.34% من مجموع قيم العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس، ويعود ذلك لطبيعة العقدين. فالعقود المستقبلية قيمة العقد الواحد فيها أكبر من قيمة عقد الخيار الذي هو عبارة عن نسبة من قيمة الأصول محل العقد.

وبحساب معدلات نمو* قيم العقود المشتقة في السوق المالي الفرنسي خلال فترة الدراسة، والتي تم توضيح قيمها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (19): نسبة نمو العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة (بالقيمة)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (02)

نلاحظ من الشكل أعلاه أن خلال سنة 2002 انخفضت القيمة السوقية لاجمالي المشتقات المالية بنسبة كبيرة قدرت بـ 60.28%، وهذا بسبب التغيرات الناتجة عن الإصلاحات الكبيرة والمتمثلة في اندماج الأسواق البلجيكية، الفرنسية والهولندية، كما تم انشاء سوق اليورو نكست. في حين هناك طور مستمر لقيمة الأدوات المالية المشتقة خلال الفترة من 2003 إلى 2007، بحيث نمت بنسبة 53.40 سنة 2006، وهذا راجع إلى الأسس القوية التي تم بناؤها بعد الاندماج والإصلاحات المهمة والحذرية من طرف اليورونكست باريس عام 2005، مما ساعد في زيادة حجم تداول العقود المالية المشتقة. كما تم اطلاق مؤشرات مالية جديدة: CAC Mid 100, CAC Small 90, CAC Mid&Small190 فتعددت الأصول محل العقود بتعدد هذه المؤشرات. ولكن خلال الفترة 2008-2009 شهدت هذه الفترة انخفاضا حادا، فقد انخفض حجم التداول إلى 19.76% سنة 2008 و 34.58% سنة 2009 بسبب أزمة الرهن العقاري (الخيار العديد من المؤسسات

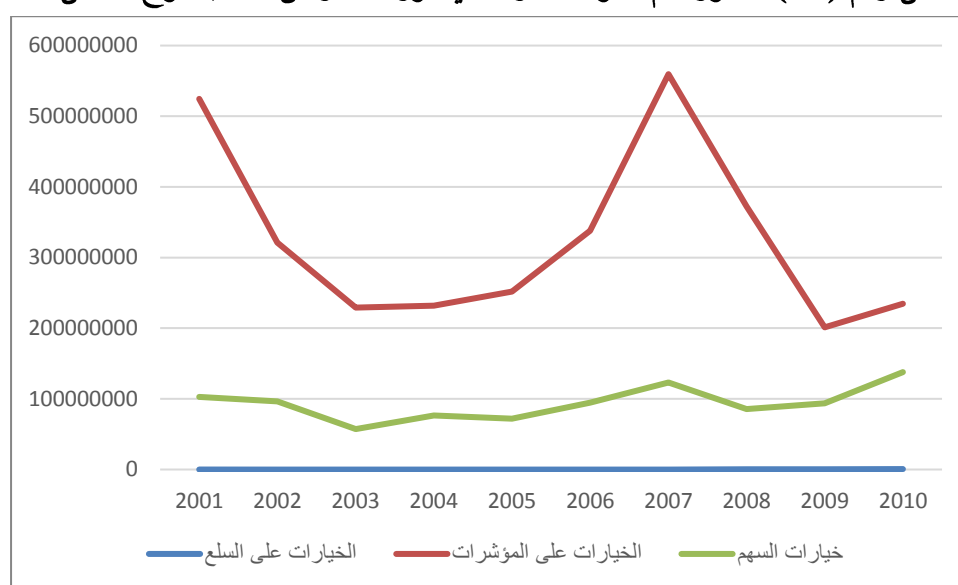
* معدل النمو = نسبة النمو - 100، بحيث نسبة النمو = [عدد المشتقات في السنة المدروسة / عدد المشتقات في السنة السابقة] × 100

المالية كالبنوك والبورصات وتراجع قيمة اليورو). أما في سنة 2010 بدا التعافي من الأزمة وارتفع حجم التداول إلى 22.61.

المطلب الثاني: تطور نمو عقود الخيارات في بورصة باريس

رأينا سابقا أن عقود الخيارات تعتبر الأكثر تداولاً من باقي عقود المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الفرنسي نسبة تداولها حددت بـ 60.29% ولكن قيمتها السوقية ضعيفة بحيث قدرت بـ 20.34%. كل هذا كون أن أسعار عقود الخيارات عموماً أصغر من أسعار العقود المستقبلية لنفس الأصل. الشكل الموالي يوضح مجموع قيم عقود الخيارات لكل نوع حسب الأصل محل هذا العقد.

الشكل رقم (20): تطور قيم عقود الخيارات في بورصة باريس حسب نوع الأصل



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (04)

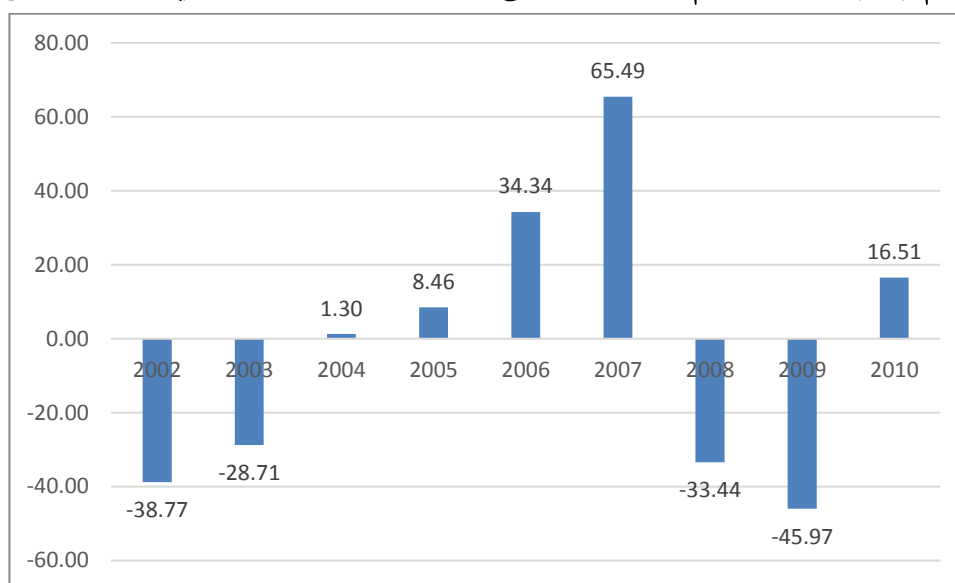
من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن توزيع عقود الخيارات حسب نوع الأصل كان على نحو أن أكبر القيم كانت من نصيب عقود الخيارات على مؤشرات البورصة بنسبة 77.63% ومتوسط تداول يساوي 7.6 مليون عقد في السنة. تليها عقود الخيارات على السهم في الدرجة الثانية بنسبة 22.33% ومتوسط تداول يساوي 49.4 مليون عقد في السنة. أما عقود الخيار على السلع فنسبتها 0.03% ومتوسط تداول يساوي 0.3 مليون عقد في السنة.

وبحساب معدلات نمو قيم عقود الخيارات حسب نوع الأصل في بورصة باريس خلال فترة الدراسة، نجد

أن:

1- بالنسبة لعقود الخيار على مؤشرات البورصة: تمثل هذه العقود أكبر القيم في سوق المشتقات المالية الفرنسي. الشكل الموالي يمثل مراحل نموها.

الشكل رقم (21): نسبة نمو قيم عقود الخيار على مؤشرات البورصة المتداولة في بورصة باريس



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (04)

يوضح لنا الشكل في الأعلى أن نمو عقود الخيار على مؤشرات البورصة مر بثلاث مراحل أساسية، وهي:

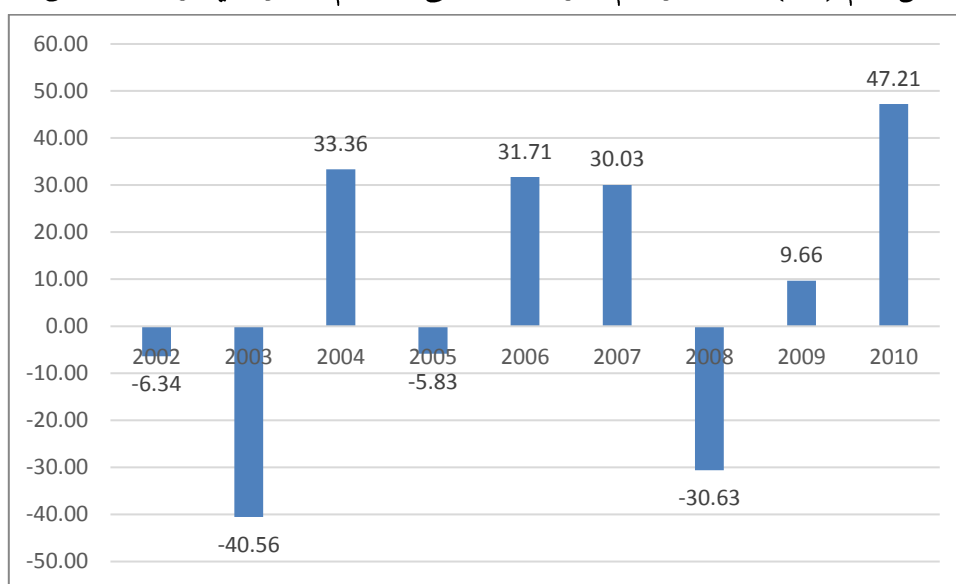
- من 2001 إلى 2003: خلال هذه المرحلة انخفضت القيمة السوقية لهذه العقود من 524754232 يورو سنة 2001 إلى 229069038 يورو سنة 2003، أي بنسبة انخفاض تعادل 56.35%، كما نمها انخفاض بنسبة 38.77% سنة 2002، وانخفض كذلك بنسبة 28.71% سنة 2003. كل هذا راجع إلى انخفاض نشاط السوق المالي الفرنسي ما أثر على المؤشرات المالية والتي تعتبر جد حساسة لحالة السوق المالي.

- من 2003 إلى 2007: خلال هذه الفترة يلاحظ أن القيمة السوقية لهذه العقود نمت نمو ملحوظا ومتزايدا حتى بلغت كبر قيمة لها سنة 2007، والمقدرة بـ 559528047 يورو، وبمعدل نمو يعادل 65.49%.

- من 2007 إلى 2010: خلال هذه المرحلة نلاحظ تذبذب في قيمة عقود الخيار على مؤشرات البورصة، بحيث انخفضت بشكل كبير سنة 2008 و2009 فوصل هذا الانخفاض إلى 45.97%، ولكن نمت قليلا سنة 2010 بنسبة 16.51%.

بالنسبة لعقود الخيار على الأسهم: عقود الخيارات على الأسهم تأتي في المرتبة الأولى من حيث عدد العقود المتداولة، كما أنها تعتبر الثانية من حيث قسمة العقود بعد الخيارات على المشتقات. الشكل الموالي يمثل مراحل نموها.

الشكل رقم (22): نسبة نمو قيم عقود الخيار على الأسهم المتداولة في بورصة باريس

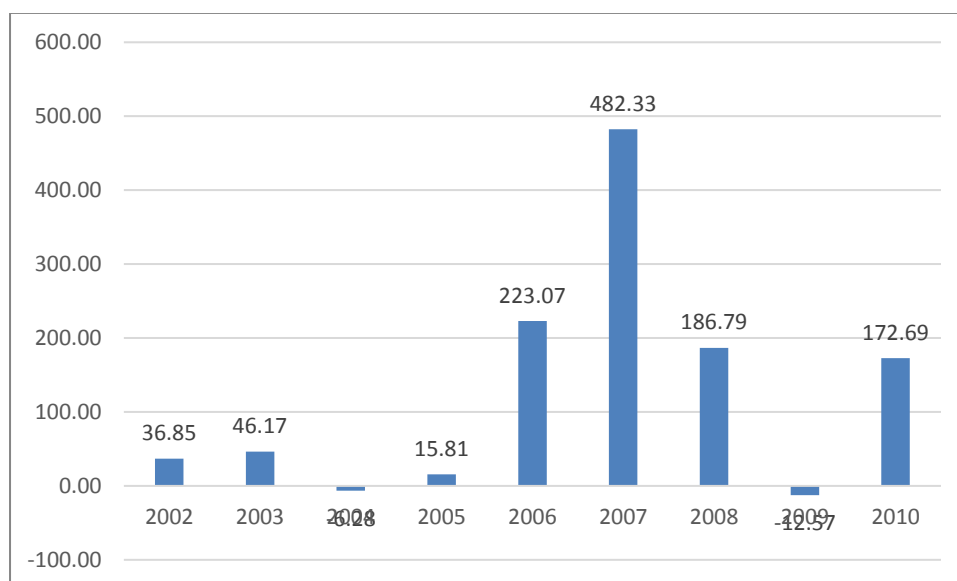


المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (04)

يوضح لنا الشكل السابق أن هناك تذبذبا كبيرا في نسبة نمو عقود الخيار على السهم خلال فترة الدراسة، بحيث أن أكبر نمو لها كان سنة 2010 بنسبة نمو 47.21%، قيمة هذه العقود تساوي 137843518 يورو وعددها حوالي 54.52 مليون عقد. إن أكبر انخفاض في نمو عقود الخيار على السهم هو في سنة 2003 بنسبة 40.56% أين كانت قيمتها تساوي 57232804 وعددها حوالي 43.85 مليون عقد.

2- بالنسبة لعقود الخيار على السلع: هي أقل عقود الخيار قيمة في سوق المشتقات المالية الفرنسي. الشكل الموالي يمثل مراحل نموها.

الشكل رقم (23): نسبة نمو قيم عقود الخيار على السلع المتداولة في بورصة باريس



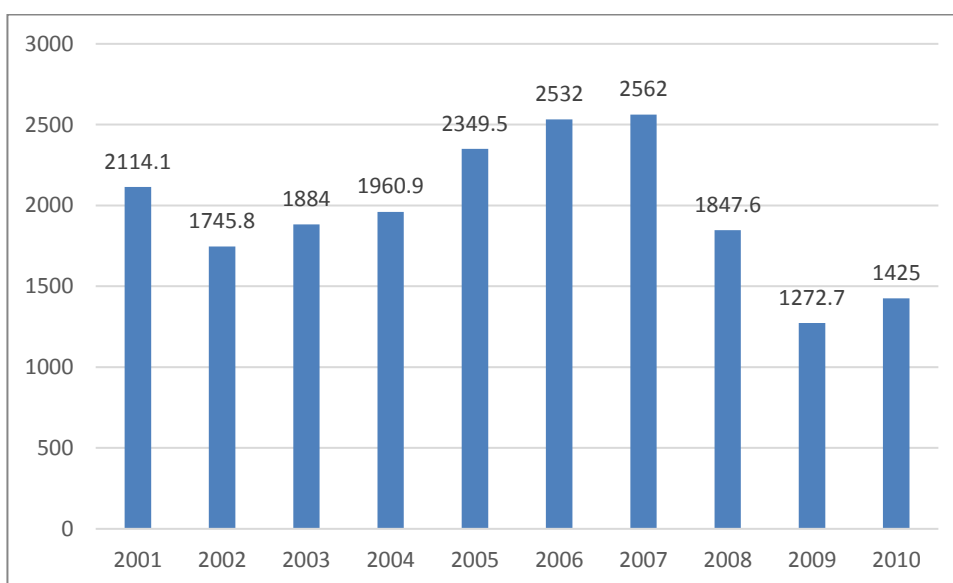
المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (04)

نلاحظ من الشكل أعلاه عموماً أن هناك ارتفاع مستمر في معدل نمو عقود الخيار على السلع خلال فترة الدراسة. كان أكبر نمو سنة 2007 بنسبة نمو 482.33%. لقد كانت قيمة هذه العقود تساوي 2358 يورو وعددها 7554 عقد سنة 2001 لترتفع إلى قيمة 658611 يورو و 1.31 مليون عقد سنة 2010.

المطلب الثالث: تطور حجم رسملة (القيمة السوقية) بورصة باريس

تعتبر سوق الأوراق المالية الفرنسية من أكبر الأسواق المالية الأوروبية. قامت هذه البورصة بالاندماج مع كل من بورصة أمستردام، وبورصة بروكسل لتشكيل أول اتحاد للبورصات الأوروبية، وهو بورصة يورونكست في 22 سبتمبر 2000. كانت نسبة مشاركة بورصة باريس تمثل 60% من القيمة الإجمالية للبورصات الثلاث. كما أن بورصة باريس تعتبر أكبر ممول للاقتصاد الفرنسي. الشكل الموالي يوضح تطور رسملة بورصة باريس خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (24): حجم رسملة بورصة باريس في السوق المالي الفرنسي (مليار يورو)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (05)

يتم تقسيم الشكل أعلاه إلى مرحلتين أساسيتين وهما:

من 2001 إلى 2007: خلال هذه المرحلة نلاحظ تطور في القيمة السوقية لبورصة باريس، وهناك فقط انخفاض سنة 2002، بحيث كانت القيمة السوقية سنة 2002 تساوي 1745.8 مليار يورو سنة 2001 وانخفضت إلى 1745.8 مليار يورو سنة 2002 وبنسبة 17.42%. كما القيمة السوقية لبورصة باريس حققت أكبر قيمة لها سنة 2007 مساوية لـ 2562 مليار يورو مرتفعة بنسبة 46.8% عن سنة 2002. ولو عدنا إلى الشكل رقم (02) والخاص بتطور حجم قيم العقود المشتقة في سوق الأوراق المالية الفرنسية، ومن خلال نفس الفترة

نلاحظ أن هذه الفترة تميزت بتطور تداول المشتقات المالية فوصلت إلى أكبر قيمة تداول سنة 2007، كذلك لاحظنا انخفاض قيمتها هي الأخرى سنة 2002، وهذا يعود إلى التحول الحاصل في بورصة باريس نتيجة التغيير الهيكلي لها الناتج عن عملية الاندماج.

من 2007 إلى 2010: تميزت هذه المرحلة بتذبذب في القيمة السوقية لبورصة باريس، حيث أن قيمتها السوقية انخفضت سنة 2008 و2009 على التوالي 1847.6 و1272.7 مليار يورو، أي بنسبة 27.88% و50.32% وبالمقارنة بسنة 2007، لكنها ارتفعت سنة 2010 إلى 1425 مليار يورو. هذه المرحلة تميزت بتذبذب في قيمة المشتقات المتداولة من حيث الارتفاع والانخفاض ومن سنة إلى أخرى. كل هذا يدل على ارتباط المشتقات المالية وتداولها بحالة سوق الأوراق المالية ككل، فعند تحسن مؤشرات أداء هذه السوق ينعكس ذلك على سوق المشتقات المالية بالإيجاب، والعكس صحيح في حالة انكماش أداء هذه السوق ينتقل هذا الانكماش إلى الأدوات المالية المشتقة.

المبحث الثالث: دراسة العلاقة بين تداول عقود الخيارات في سوق MONEP وأداء بورصة باريس

من خلال ما تطرقنا إليه في العناصر السابقة واستخلاصنا أن هناك ارتباط كبير لسوق تداول المشتقات المالية بحالة سوق الأوراق المالية ككل، أي أن هناك تأثير لتداول الأصول التقليدية في الأسواق الحاضرة على تداول العقود المشتقة، فالسوق الفوري الذي معدل التداول فيه مرتفع يستلزم حتما وجود سوق مشتق نشيط على الأصول الأولية المتداولة فيه فهل العكس صحيح (هل يتأثر أداء سوق الأوراق المالية بحجم تداول عقود الخيارات في السوق الآجل). كل هذا سنحاول تناوله من خلال دراسة أثر تداول عقود الخيارات بسوق MONEP على مختلف مؤشرات أداء بورصة باريس (حجم السوق معبرا عنه بالرملة وعدد الشركات المقيدة، السيولة، مؤشر CAC 40).

المطلب الأول: المتغيرات المستخدمة في الدراسة

لأغراض الدراسة القياسية تم تحويل قيم متغيرات الدراسة إلى اللوغريتم (ln). تتمثل متغيرات الدراسة في:

- 1- القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (Market Capitalization to GDP) للتعبير عن السيولة: يطلق على القيمة السوقية برسملة السوق المالية، وهي تمثل قيمة أسهم الشركات فيما يتعلق بالسعر الحالي للسوق، وتعتبر مؤشرا جيدا لقياس حجم السوق وتستخرج القيمة السوقية وفقا للمعادلة الآتية: رسملة السوق المالية = عدد الأسهم المدرجة في السوق × سعر السهم الواحد. وتعتبر القيمة السوقية مؤشرا جيدا لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند اخذ نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد وهي تعكس مدى إسهام السوق في الناتج المحلي الإجمالي من خلال قيمتها السوقية فكلما ارتفعت النسبة دل ذلك على سيولة أعلى يتمتع بها السوق¹. نرمز لها بالرمز (LNMCG).
- 2- عدد الشركات المدرجة (Number of Listed Companies): ويقصد بذلك عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال التي تتداول أوراقها المالية في السوق². نرمز لها بالرمز (LNNLC).
- 3- عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP: وتنقسم إلى عدد عقود الخيار على الأسهم نرمز لها بـ (LNSON) وعدد عقود الخيار على المؤشرات ونرمز لها بالرمز (LNOIN).

¹ إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 7، العدد 23، 2011، ص 120-121.

² إيمان عبد المطلب حسن محمد المولى، تأثير السياسة النقدية على أداء أسواق رأس المال في مجموعة من الدول العربية، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2044، ص 27.

4- قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP: وتنقسم إلى قيمة عقود الخيار على الأسهم نرزم لها بـ (LNSOV) وقيمة عقود الخيار على المؤشرات ونرزم لها بالرمز (LNOIV).

5- مؤشر CAC40: يرمز له بالرمز (LNCAC40).

من بين مواصفات هذا المؤشر مايلي¹:

CAC 40 اختصار لـ Cotation Assistée en Continu وهو أهم مؤشر للأسهم الفرنسية يُحتسب هذا المؤشر كمتوسط ترجيحي لرأسملة قيم أسعار أسهم 40 شركة من الشركات الاستثمارية الضخمة في فرنسا. تتواجد هذه الاسهم في التداول الحرّ ويتداول بها في بورصة Euronext Paris لا يُحتسب هذا المؤشر الارباح المُحصلة من الأسهم .

تم إنشاء مؤشر CAC 40 في 15 يونيو - حزيران من عام 1988 ويجري حسابه في بورصة Euronext Paris تُعدّ 31.12.1987 نقطة المرجعية لحساب مؤشر، حيث أنه وفي هذا الوقت بالتحديد تم الاخذ بقيمة المؤشر ليساوي 1000 سهم داخله في المؤشر ويُبين بوضوح الوضع العام لسوق الأسهم الفرنسية يدخل في هذا المؤشر فقط أسهم الشركات الفرنسية، بيد أن أغلبها يتسم بعلائم الشركات العبر وطنية ولذلك فإن شراء هذه الاسهم يكون عبارة عن استثمار في السوق العالمية وليس فقط في السوق المحلية يستحوز أشخاص غير فرنسيين على نصف الاسهم الداخلة في هذا المؤشر. يُحتسب مؤشر CAC 40 مرة واحدة كل 30 ثانية وذلك من 09:00 حتى 17:30 بتوقيت وسط أوروبا - يجري استخدام اسعار أسهم بورصة Euronext Paris صالة NYSE Euronext الفرنسية. يدخل في CAC 40 أسعار اسهم كمثل Renault, BNP Paribas, Alcatel-Lucent, L'Oréal, ArcelorMittal, AXA, Crédit Agricole, France Télécom, GDF Suez, Michelin, Groupe Danone و شركات أخرى كل شركة تشارك في المؤشر بتقلها. الرأسمال السوقي العام للشركات الداخلة في المؤشر يفوق التريلون يورو.

الى جانب مؤشر CAC 40 يجري التداول بشكل كبير بالمؤشر العام SBF 250 يُستخدم مؤشر SBF 250 في البيزنس للعقود الآجلة، المتداولة في بورصة Euronext Paris وفي نظام التداولات الالكترونية Euronext LIFFE يمكن للمتداولين في شركة IFC Markets من التداول بمؤشر FR 40 من اربعين شركة فرنسية

¹ <https://www.ifcmarkets.net/introduction/cfd-cac40>. Vu le 13/04/2019

مُشكلة على نفس السياق لمؤشر (CAC 40 في التركيبة القياسية و احجام المصدرين الفرديين). إن هذا المؤشر هو عبارة عن أداة اصطناعية متواصلة (بدون تاريخ انتهاء صلاحية).

3-1- عقود CAC 40 Index Future:

عقود CAC 40 Index Future هي العقود الآجلة على مؤشر CAC 40 ، وهي أدوات مالية من نوع المشتقات. تعتبر أكثر الأدوات المالية المشتقة المتداولة في بورصة "يورونيوكست باريس". ويمكن للمستثمرين تداولها عن طريق سوق العقود الآجلة الفرنسي المعروف باسم "MATIF" ، على غرار العقود الآجلة على المؤشرات الأمريكية ناسداك وستاندارد أند بورز. (E-mini S&P 500 ; E-mini Nasdaq) يستطيع المتداولون تداول العقود الآجلة على مؤشر CAC 40 ابتداء من الساعة 7 صباحاً إلى الساعة 9 مساءً بتوقيت جرينيتش، في حين تعمل بورصة باريس للأسهم من الساعة 8 صباحاً إلى 16:30 مساءً. ويتم تحديث العقود الآجلة على مؤشر CAC 40 بشكل مستمر عكس مؤشر CAC 40 الذي يُحدَّث كل 15 ثانية¹.

ولكي تتداول العقود الآجلة على مؤشر CAC 40 بنجاح عليك الأخذ بعين الاعتبار الأمور التالية:

- يتم تداول العقود الآجلة على مؤشر CAC 40 في بورصة "Euronext Paris" تحت الرمز "FCE"
- أصغر نسبة تغير في المؤشر والتي يصطلح عليها بالتنيك هي 0.50 أو ما يعادل 0.5 يورو.
- العملة الأساس لتداول العقود الآجلة على مؤشر CAC 40 هي اليورو.
- في العقود الآجلة على مؤشر CAC 40 كل نقطة تعادل 10 يورو، فمثلاً لو كان المؤشر عند مستوى 4000 نقطة ستكون قيمة العقد الواحد 40.000 يورو (X 10 4000)
- متطلب الهامش يصل إلى 5% ما يعني رافعة مالية تعادل 1:20.

¹- <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/cac-40-index>. Vu Le 13/04/2019

المطلب الثاني: أثر تداول عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس

لقياس سيولة سوق الأوراق المالية نستعمل العيد من المؤشرات، ومن بينها: مؤشر رسملة السوق (القيمة السوقية) إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما نستخدم مؤشر حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر معدل الدوران. وبسبب عدم توفر البيانات الكافية لحساب المؤشرين الأخيرين تحتم علينا استعمال فقط المؤشر الأول (رسملة السوق) للتعبير عن سيولة سوق الأوراق المالية.

1- أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس

الشكل رقم (25): أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس

Dependent Variable: LNMCG

Method: Least Squares

Date: 19/04/19 Time: 08:38

Sample: 2001 2010

Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNOIN	0.622233	0.514011	1.210545	0.2654
LNSON	0.219993	0.476542	0.461644	0.6583
C	-13.66540	14.51566	-0.941424	0.3778
R-squared	0.177841	Mean dependent var		0.074369
Adjusted R-squared	-0.057062	S.D. dependent var		0.268358
S.E. of regression	0.275908	Akaike info criterion		0.505826
Sum squared resid	0.532876	Schwarz criterion		0.596601
Log likelihood	0.470872	Hannan-Quinn criter.		0.406245
F-statistic	0.757082	Durbin-Watson stat		0.536397
Prob(F-statistic)	0.503902			

المصدر: مخرجات برنامج EViews.10

1-1- النموذج المقدر:

ومنه النموذج المقدر هو كالتالي:

$$\text{LNMCG} = 0.622233236355\text{LNOIN} + 0.219992621074\text{LNSON} - 13.6653989989$$

$$T = \begin{matrix} 1.210545 & 0.461644 & -0.941424 \end{matrix}$$

$$\text{Prob} = \begin{matrix} 0.2654 & 0.6583 & 0.3778 \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.177841$$

يظهر من خلال علاقة الانحدار أن العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة عدد عقود الخيار على المؤشرات وعدد عقود الخيار على الأسهم، والمتغير التابع سيولة بورصة باريس ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% (الاحتمالات المقابلة لمتغيرات الدراسة هي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية)

2- أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس

الشكل رقم (26): أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس

Dependent Variable: LNMCG

Method: Least Squares

Date: 19/04/19 Time: 08:41

Sample: 2001 2010

Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNOIV	0.619384	0.189752	3.264183	0.0138
LNSOV	-0.650099	0.265083	-2.452436	0.0439
C	-0.114778	4.702127	-0.024410	0.9812
R-squared	0.632583	Mean dependent var		0.074369
Adjusted R-squared	0.527607	S.D. dependent var		0.268358
S.E. of regression	0.184444	Akaike info criterion		-0.299611
Sum squared resid	0.238138	Schwarz criterion		-0.208836
Log likelihood	4.498056	Hannan-Quinn criter.		-0.399192
F-statistic	6.025961	Durbin-Watson stat		1.073058
Prob(F-statistic)	0.030065			

المصدر: مخرجات برنامج EViews.10

2-1- النموذج المقدر:

ومنه النموذج المقدر هو كالتالي:

$$\text{LNMCG} = 0.619384288734\text{LNOIV} - 0.650099498664\text{LNSOV} - 0.114777529104$$

$$T = \quad \quad \quad 3.264183 \quad \quad \quad -2.452436 \quad \quad \quad -0.024410$$

$$\text{Prob} = \quad \quad \quad 0.0138 \quad \quad \quad 0.0439 \quad \quad \quad 0.9812$$

$$R^2 = 0.632583$$

يظهر من خلال علاقة الانحدار وجود علاقة طردية بين قيمة عقود الخيار على المؤشرات وسيولة بورصة باريس، فزيادة قيمة عقود الخيار على المؤشرات بـ 1% يترتب عنها زيادة سيولة بورصة باريس

بـ0.619384%. كما نلاحظ وجود علاقة عكسية بين قيمة عقود الخيار على الأسهم وسيولة بورصة باريس، فزيادة قيمة عقود الخيار على الأسهم بـ1% يترتب عنها نقصان سيولة بورصة باريس بـ0.650099%. كل هذا عند مستوى دلالة 5%. في حين نلاحظ عدم وجود دلالة إحصائية للثابت C في النموذج.

2-2- اختبار صلاحية النموذج:

لاختبار صلاحية النموذج المقترح لتمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة: قيمة عقود الخيار على المؤشرات وقيمة عقود الخيار على الأسهم، والمتغير التابع سيولة بورصة باريس. لدينا ما يلي:

▲ معامل التحديد: $R^2 = 0.632583$ نستنتج أن 63.2583% من التغير في سيولة بورصة باريس كان سببه التغير في قيمة عقود الخيار على المؤشرات والتغير في قيمة عقود الخيار على الأسهم، والباقي 36.7417% راجع لعوامل أخرى.

▲ الاختبار المتعلق بالنموذج ومعاملات الانحدار:

نجري هذا الاختبار من أجل التوصل إلى قرار حول صلاحية النموذج في تمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تمثيلاً جيداً بحيث:

- الفرض العدم (H_0): النموذج غير مناسب؛

- الفرض البديل (H_1): النموذج مناسب.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (16) أن إحصائية اختبار Fisher المحسوبة تظهر من خلال نتائج التقدير معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أن (F^*) المحسوبة أكبر من (F) الجدولية، ومنه نرفض الفرض العدم (عدم صلاحية النموذج) ونقبل الفرض البديل (النموذج مناسب)، وبالتالي النموذج ككل معنوي وجيد.

▲ اختبار معنوية أثر كل من قيمة عقود الخيار على المؤشرات وقيمة عقود الخيار على الأسهم على سيولة بورصة باريس

لدينا دوماً الفرض العدم والفرض البديل بحيث:

- الفرض العدم (H_0): المتغيرات المستقلة ليس لها أثر معنوي على سيولة بورصة باريس؛

- الفرض البديل (H_1): المتغيرات المستقلة لها أثر معنوي على سيولة بورصة باريس.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (16) أن إحصائية اختبار Student المحسوبة تظهر من خلال نتائج التقدير معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أن (t^*) المحسوبة أكبر من (t) الجدولية، ومنه نرفض الفرض العدم (المتغيرات

المستقلة ليس لها أثر معنوي على سيولة بورصة باريس) ونقبل الفرض البديل (المتغيرات المستقلة لها أثر معنوي على سيولة بورصة باريس)، وبالتالي النموذج ككل معنوي وجيد.

المطلب الثالث: أثر تداول عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس

1- أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس

الشكل رقم (27): أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس

Dependent Variable: LNNLC

Method: Least Squares

Date: 17/04/19 Time: 15:47

Sample: 2001 2010

Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNOIN	0.540285	0.174662	3.093318	0.0175
LNSON	0.414870	0.161930	2.562033	0.0374
C	-9.272764	4.932452	-1.879950	0.1022
R-squared	0.604944	Mean dependent var		6.617804
Adjusted R-squared	0.492071	S.D. dependent var		0.131549
S.E. of regression	0.093754	Akaike info criterion		-1.652959
Sum squared resid	0.061529	Schwarz criterion		-1.562183
Log likelihood	11.26479	Hannan-Quinn criter.		-1.752539
F-statistic	5.359512	Durbin-Watson stat		1.449091
Prob(F-statistic)	0.038753			

المصدر: مخرجات برنامج EViews.10

1-1-النموذج المقدر:

ومنه النموذج المقدر هو كالتالي:

$$LNNLC = 0.54028468354LNOIN + 0.414869566364LNSON - 9.27276364796$$

$$T = \begin{matrix} 3.093318 & 2.562033 & -1.879950 \end{matrix}$$

$$Prob = \begin{matrix} 0.0175 & 0.0374 & 0.1022 \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.604944$$

يظهر من خلال علاقة الانحدار وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة عدد عقود الخيار على المؤشرات وعدد عقود الخيار على الأسهم والمتغير التابع عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس، فزيادة عدد عقود الخيار على المؤشرات بـ 1% يترتب عنها زيادة عدد شركات بورصة باريس بـ 0.54028468354%. كذلك

زيادة عدد عقود الخيار على الأسهم بـ1% يترتب عنها زيادة عدد شركات بورصة باريس بـ0.414869566364%، في حين نلاحظ عدم وجود دلالة إحصائية للثابت C في النموذج كون الاحتمال المقابل له أكبر من مستوى الدلالة 5%.

1-2- اختبار صلاحية النموذج: لاختبار صلاحية النموذج المقترح لتمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة: عدد عقود الخيار على المؤشرات وعدد عقود الخيار على الأسهم، والمتغير التابع عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس. لدينا ما يلي:

◆ معامل التحديد $R^2 = 0.604944$ نستنتج أن 60.4944% من التغير في عدد شركات بورصة باريس كان سببه التغير في عدد كل من عقود الخيار على المؤشرات والتغير في عدد عقود الخيار على الأسهم والباقي 39.5056% راجع لعوامل أخرى.

◆ الاختبار المتعلق بالنموذج ومعاملات الانحدار:

نجري هذا الاختبار من أجل التوصل إلى قرار حول صلاحية النموذج في تمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تمثيلاً جيداً بحيث:

- الفرض العدم (H_0): النموذج غير مناسب؛

- الفرض البديل (H_1): النموذج مناسب.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (17) أن إحصائية اختبار Fisher المحسوبة تظهر من خلال نتائج التقدير معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أن (F^*) المحسوبة أكبر من (F) الجدولية، ومنه نرفض الفرض العدم (عدم صلاحية النموذج) ونقبل الفرض البديل (النموذج مناسب)، وبالتالي النموذج ككل معنوي وجيد.

◆ اختبار معنوية أثر كل من عدد عقود الخيار على المؤشرات وعدد عقود الخيار على الأسهم على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس. لدينا دوماً الفرض العدم والفرض البديل بحيث:

- الفرض العدم (H_0): المتغيرات المستقلة ليس لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس؛

- الفرض البديل (H_1): المتغيرات المستقلة لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (17) أن إحصائية اختبار Student المحسوبة تظهر من خلال نتائج التقدير معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أن (t^*) المحسوبة أكبر من (t) الجدولية، ومنه نرفض الفرض العدم (المتغيرات المستقلة ليس لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس) ونقبل الفرض البديل (المتغيرات المستقلة لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس)، وبالتالي النموذج ككل معنوي وجيد.

2- أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس

الشكل رقم (28): أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس

Dependent Variable: LNNLC

Method: Least Squares

Date: 17/04/19 Time: 18:46

Sample: 2001 2010

Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNOIV	0.216781	0.117391	1.846651	0.1073
LNSOV	-0.313246	0.163996	-1.910085	0.0977
C	8.122660	2.909010	2.792242	0.0268
R-squared	0.414791	Mean dependent var		6.617804
Adjusted R-squared	0.247588	S.D. dependent var		0.131549
S.E. of regression	0.114108	Akaike info criterion		-1.260016
Sum squared resid	0.091145	Schwarz criterion		-1.169240
Log likelihood	9.300079	Hannan-Quinn criter.		-1.359596
F-statistic	2.480766	Durbin-Watson stat		0.682280
Prob(F-statistic)	0.153317			

المصدر: مخرجات برنامج EViews.10

2-1-النموذج المقدر:

ومنه النموذج المقدر هو كالتالي:

$$LNNLC = 0.216781084658LNOIV - 0.313246146244LNSOV + 8.1226597857$$

$$T = \begin{matrix} 1.846651 & -1.910085 & 2.792242 \end{matrix}$$

$$Prob = \begin{matrix} 0.1073 & 0.0977 & 0.0268 \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.414791$$

يظهر من خلال علاقة الانحدار أن العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة قيمة عقود الخيار على المؤشرات وقيمة عقود الخيار على الأسهم، والمتغير المستقل عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، ما عدى الثابت C.

المطلب الرابع: أثر تداول عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC 40

1- أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC 40

الشكل رقم (29): أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC 40

Dependent Variable: LNCAC40

Method: Least Squares

Date: 19/04/19 Time: 07:30

Sample: 2001 2010

Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNOIN	0.271354	0.344841	0.786896	0.4572
LNSON	-0.259404	0.319704	-0.811388	0.4439
C	8.620060	9.738321	0.885169	0.4054
R-squared	0.282000	Mean dependent var		8.325254
Adjusted R-squared	0.076857	S.D. dependent var		0.192653
S.E. of regression	0.185102	Akaike info criterion		-0.292494
Sum squared resid	0.239839	Schwarz criterion		-0.201718
Log likelihood	4.462468	Hannan-Quinn criter.		-0.392074
F-statistic	1.374649	Durbin-Watson stat		1.153620
Prob(F-statistic)	0.313644			

المصدر: مخرجات برنامج EViews.10

1-1-النموذج المقدر:

ومنه النموذج المقدر هو كالتالي:

$$LNCAC40 = 0.271354414648LNOIN - 0.259404106108LNSON + 8.62006041155$$

$$T = \begin{matrix} 0.786896 & -0.811388 & 0.885169 \end{matrix}$$

$$Prob = \begin{matrix} 0.4572 & 0.4439 & 0.4054 \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.28000$$

يظهر من خلال علاقة الانحدار أن العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة قيمة عقود الخيار على المؤشرات وقيمة عقود الخيار على الأسهم، والمتغير المستقل مؤشر CAC 40 لبورصة باريس ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%،

2- أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC 40

الشكل رقم (30): أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC 40

Dependent Variable: LNCAC40

Method: Least Squares

Date: 19/04/19 Time: 07:36

Sample: 2001 2010

Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNOIV	0.412554	0.127017	3.248013	0.0141
LNSOV	0.091901	0.177443	0.517920	0.6205
C	-1.421798	3.147542	-0.451717	0.6651
R-squared	0.680561	Mean dependent var		8.325254
Adjusted R-squared	0.589293	S.D. dependent var		0.192653
S.E. of regression	0.123465	Akaike info criterion		-1.102397
Sum squared resid	0.106705	Schwarz criterion		-1.011622
Log likelihood	8.511987	Hannan-Quinn criter.		-1.201978
F-statistic	7.456709	Durbin-Watson stat		0.754278
Prob(F-statistic)	0.018423			

المصدر: مخرجات برنامج EViews.10

2-1-النموذج المقدر:

ومنه النموذج المقدر هو كالتالي:

$$LNCAC40 = 0.412553855413LNOIV + 0.0919012918277LNSOV - 1.42179756118$$

$$T = \begin{matrix} 3.248013 & 0.517920 & -0.451717 \end{matrix}$$

$$Prob = \begin{matrix} 0.0141 & 0.6205 & 0.6651 \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.680561$$

يظهر من خلال علاقة الانحدار وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل قيمة عقود الخيار على المؤشرات والمتغير التابع قيمة مؤشر CAC 40، فزيادة قيمة عقود الخيار على المؤشرات بـ 1% يترتب عنها زيادة قيمة مؤشر CAC 40 لبورصة باريس بـ 0.412554%. أما متغير قيمة عقود الخيار على الأسهم والثابت C فليس لهما دلالة إحصائية في النموذج كون الاحتمال المقابل لهما أكبر من مستوى الدلالة 5%.

2-2- اختبار صلاحية النموذج: لاختبار صلاحية النموذج المقترح لتمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة: قيمة عقود الخيار على المؤشرات وقيمة عقود الخيار على الأسهم، والمتغير التابع قيمة مؤشر CAC 40 لبورصة باريس. لدينا ما يلي:

◆ معامل التحديد $R^2 = 0.680561$ نستنتج أن 68.0561% من التغير في قيمة مؤشر CAC 40 لبورصة باريس كان سببه التغير في قيمة عقود الخيار على المؤشرات، والباقي 31.9439% راجع لعوامل أخرى.

◆ الاختبار المتعلق بالنموذج ومعاملات الانحدار:

نجري هذا الاختبار من أجل التوصل إلى قرار حول صلاحية النموذج في تمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تمثيلاً جيداً بحيث:

- الفرض العدم (H_0): النموذج غير مناسب؛

- الفرض البديل (H_1): النموذج مناسب.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (20) أن إحصائية اختبار Fisher المحسوبة تظهر من خلال نتائج التقدير معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أن (F^*) المحسوبة أكبر من (F) الجدولية، ومنه نرفض الفرض العدم (عدم صلاحية النموذج) ونقبل الفرض البديل (النموذج مناسب)، وبالتالي النموذج ككل معنوي وجيد.

◆ اختبار معنوية أثر كل من عدد عقود الخيار على المؤشرات وعدد عقود الخيار على الأسهم على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس. لدينا دوماً الفرض العدم والفرض البديل بحيث:

* بالنسبة لتغير عدد عقود الخيار على المؤشرات:

- الفرض العدم (H_0): عدد عقود الخيار على المؤشرات ليس لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس؛

- الفرض البديل (H_1): عدد عقود الخيار على المؤشرات لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (20) أن إحصائية اختبار Student المحسوبة تظهر من خلال نتائج التقدير معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أن (t^*) المحسوبة أكبر من (t) الجدولية، ومنه نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل.

* بالنسبة لمتغير عدد عقود الخيار على الأسهم:

- الفرض العدم (H_0): عدد عقود الخيار على الأسهم ليس لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس؛

- الفرض البديل (H_1): عدد عقود الخيار على الأسهم لها أثر معنوي على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (20) أن إحصائية اختبار Student المحسوبة لا تظهر من خلال نتائج

التقدير معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أن (t^*) المحسوبة أقل من (t) الجدولية، ومنه نقبل الفرض العدم ونرفض الفرض البديل.

خلاصة الفصل:

خصصنا هذا الفصل لتناول الجانب التطبيقي للدراسة، وذلك بقياس أثر تداول عقود الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس، وقد كان السوق المالي الفرنسي هو بيئة الدراسة، حيث تناولنا من خلاله متغيرات تخص سوق MONEP (عدد عقود الخيار على المؤشرات، عدد عقود الخيار على الأسهم، قيمة عقود الخيار على المؤشرات، قيمة عقود الخيار على الأسهم)، وهي تمثل المتغيرات المستقلة. أما المتغيرات التابعة فهي عبارة عن مؤشرات أداء بورصة باريس (السيولة، عدد الشركات المدرجة، مؤشر CAC40). كما قمنا باستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews.10) لقياس الأثر.

وقد قمنا في الأخير بتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها إنطلاقاً من المعطيات التي تمت معالجتها، حيث بينت الدراسة أن هناك أثر دال احصائياً لتداول عقود الخيار بالقيمة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس كذلك هناك أثر دال احصائياً لتداول عقود الخيار بالعدد بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس، وأيضاً هناك أثر دال احصائياً لتداول عقود الخيار بالقيمة بسوق MONEP على مؤشر CAC40 وتعتبر النماذج المتوصل إليها ملائمة.

الخاتمة

إن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي لجميع الوظائف والمهام ومن ثم لا بد أن يتوفر المال في الوقت المناسب وأيضا بالقدر المناسب، ولتلبية هذه الحاجة لابد من توفر الأسواق المالية المختلفة وإن وجود الأسواق المالية والنقدية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي الذي تقدمه في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما يمكنها التنبؤ بالمستقبل وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة، وهذا ما يشجع أصحاب الأموال في الاستثمار، والدخول في هذه الأسواق حيث ينقسم سوق الأوراق المالية إلى: السوق الأولية (سوق الإصدار)، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تم طرحها لأول مرة للاكتتاب، فهي حلقة وصل بين المستثمرين والمؤسسات. أما السوق الثانوية (سوق التداول) فهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية المصدر في السوق الأولية، فهي توفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار.

ويعتبر التطور الحاصل في الاقتصاد العالمي وزيادة حركة رؤوس الأموال داخل الأسواق المالية من العوامل التي أدت لزيادة المستثمرين بالاهتمام بالاستثمار في الأوراق المالية لما تحققه من عوائد كبيرة في ظل مخاطر مقبولة وهدف كل مستثمر مالي هو تحقيق أعلى عائد عند مستوى مقبول من المخاطرة، ولعل أهم تلك الأدوات قاطبة التي اقتحمت أسواق المال، وقدمها الفكر المالي هي المشتقات المالية Financial Derivatives والتي لم يعد يوسع باحث مهما علا قدره أن يلم بها جميعا، وإن كان البعض قد أجملها في العقود الآجلة Forward Contracts، وعقود الخيار Option Contracts، والعقود المستقبلية Futures Contracts، وعقود المبدلات Swaps... إلخ.

تعتبر عقود الخيارات المالية إحدى أنواع عقود المشتقات المالية، ولقد تزايدت أهمية هذه العقود على مدار العقدين الأخيرين من القرن الماضي بسبب التطورات الكبيرة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال الدولية، والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة زادت عمقا واتساعا. كما أنه لا يمكن فصل

المشتقات المالية (أدوات مالية حديثة نسبياً متداولة في السوق الآجل) عن الأدوات المالية التقليدية (أسهم وسندات)، بحيث بنود العقد الآجل تتحدد على أساس خصائص ومواصفات الأدوات المالية التقليدية المتداولة في السوق الحاضر.

ومن خلال دراستنا هذه، والتي تمثلت في قياس أثر تداول عدد وقيمة عقود الخيارات (عقود الخيار على المؤشرات، عقود الخيار على الأسهم) في سوق MONEP على أداء بورصة باريس (السيولة، عدد الشركات المدرجة، مؤشر CAC40) بالاعتماد على أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية للفترة الممتدة من 2001 إلى 2010 باستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews.10).

وبعد اختبار الفرضيات تم التوصل إلى بعض النقاط المتضمنة للنتائج العامة المستخلصة من الدراسة.

1) نتائج الدراسة:

أ- النتائج النظرية:

- أدى التطور التكنولوجي السريع إلى التأثير على سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال التقليل من تكاليف المعاملات، والسرعة والدقة في تنفيذها، والتغير في طرق التداول وأنواع المنتجات المتداولة وبالخصوص المشتقات المالية (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة، عقود الخيار)؛
- تطورت سوق الأوراق المالية الفرنسية بعد الإصلاحات التي شهدتها، فهي تعتبر من بين أفضل الأسواق الأوروبية مما ساعدها على الاتحاد مع عدد من البورصات الأوروبية، وهي تعتبر من أكبر المساهمين فيها؛
- يتم تنظيم سوق الأوراق المالية الفرنسية من طرف شركة اليورونكست والتي تدير تداول الأوراق المالية، وهيئة (AMF) وهي المسؤولة عن التحقق من المعلومات المنشورة من قبل الشركات المصدرة، أي أنها تضمن أن كل فئة من فئات المستثمرين يمكنها الحصول على نفس المعلومات، كما تقوم بتحديد وفرض لوائح الأوراق المالية؛
- تكتسي سوق المشتقات المالية الفرنسية أهمية كبيرة بين باقي الأسواق، وبالخصوص الأوروبية منها بالرغم من الانخفاض الملحوظ في حجم البورصة عامة والمشتقات المالية خاصة في بعض سنوات الدراسة.

ب- النتائج التطبيقية:

◆ بالنسبة لأثر تداول عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس:

* حالة أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس: توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر دال احصائيا لعدد كل من عقود الخيار على المؤشرات وعقود الخيار على الأسهم على سيولة بورصة باريس. وبالتالي عدد عقود الخيار على (المؤشرات، الأسهم) لا يؤثر في سيولة بورصة باريس.

* حالة أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس: خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين قيمة عقود الخيار على المؤشرات وسيولة بورصة باريس، بحيث كلما زادت قيمة عقود الخيارات على المؤشرات ارتفعت معها سيولة بورصة باريس. كما خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين قيمة عقود الخيار على الأسهم وسيولة بورصة باريس، بحيث كلما زادت قيمة عقود الخيار على الأسهم كلما انخفضت سيولة بورصة باريس.

◆ بالنسبة لأثر تداول عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس:

* حالة أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس: تم التوصل إلى وجود علاقة طردية بين كلا من عدد عقود الخيار على المؤشرات، عدد عقود الخيار على الأسهم كمتغيرات مستقلة وعدد الشركات المدرجة في بورصة باريس كمتغير تابع، بحيث كلما ارتفع عدد عقود الخيار على المؤشرات أو على الأسهم ارتفع معه عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس.

* حالة أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس: توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر دال احصائيا لقيمة كل من عقود الخيار على المؤشرات وعقود الخيار على

الأسهم على عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس. وبالتالي قيمة عقود الخيار على (المؤشرات، الأسهم) لا يؤثر في عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس.

▲ بالنسبة لأثر تداول عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC40:

* حالة أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC40: خلصت الدراسة إلى عدم وجود أثر دال احصائيا لعدد كل من عقود الخيار على المؤشرات وعقود الخيار على الأسهم على مؤشر CAC40. وبالتالي عدد عقود الخيار على (المؤشرات، الأسهم) لا يؤثر في مؤشر CAC40

* حالة أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC40: خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين قيمة عقود الخيار على المؤشرات ومؤشر CAC40، بحيث كلما زادت قيمة عقود الخيارات على المؤشرات ارتفع معها مؤشر CAC40. كما خلصت الدراسة إلى عدم وجود أثر دال احصائيا لقيمة عقود الخيار على الأسهم على مؤشر CAC40.

2- آفاق مستقبلية للبحث:

في النهاية يجب أن نشير إلى أن هذا البحث ما هو إلا لبنة واحدة من هذا الموضوع الواسع الذي حاولنا من خلال دراسته فتح مجال أمام أبحاث أخرى تتناول الموضوع بطريقة أخرى، ومن جوانب أخرى لم نتعرض لها في بحثنا، كأن تتم دراسة: أثر تداول عقود المشتقات مجتمعة على أداء أسواق الأوراق المالية عامة والعربية خاصة، وفي موضوع آخر يتم الفصل بين مختلف عقود المشتقات المالية بحيث يتم تناول أثر كل نوع من هذه العقود (العقود الآجلة، عقود المبادلة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات) على الأداء المالي لأسواق الأوراق المالية. كذلك يمكن إضافة مؤشرات أخرى لقياس الأداء تختلف عن المؤشرات المستعملة في دراستنا.

الملاحق

الملحق رقم (01): تطور عدد عقود الخيارات والعقود المستقبلية ببورصة باريس

السنوات	عقود الخيارات	العقود المستقبلية	مجموع العقود
2001	55229316	42042673	97271989
2002	73660973	26991450	100652423
2003	51227993	29711816	80939809
2004	71960860	24481496	96442356
2005	63933651	25521789	89455440
2006	51865229	34151687	86016916
2007	44212348	46653064	90865412
2008	44400673	52039321	96439994
2009	54312230	45131201	99443431
2010	62155812	50664502	112820314

Source: NYSE EURONEXT SA

الملحق رقم (02): تطور قيمة عقود الخيارات والعقود المستقبلية ببورصة باريس (الوحدة اليورو)

السنوات	عقود الخيارات	العقود المستقبلية	مجموع العقود
2001	627571187	2964438940	3592010127
2002	417594956	1009293020	1413262291
2003	286306559	910917270	1197218590
2004	308379988	890734998	1199114986
2005	323556490	1071689700	1395246200
2006	432775605	1707558217	2140333821
2007	682720228	2591652784	3274373011
2008	458068527	2169378380	2627446907
2009	295101455	1423648409	1718749864
2010	372958229	1734348805	2107307034

Source: NYSE EURONEXT SA

الملحق رقم (03): تطور عدد العقود المشتقة بمختلف أنواعها ببورصة باريس

السنوات	خيارات الأسهم	الخيارات على المؤشرات	الخيارات على السلع	المجموع
2001	44496327	10725435	7554	55229316
2002	65215159	8434301	11513	73660973
2003	43846534	7366813	14646	51227993
2004	65630442	6315234	15184	71960860
2005	58004999	5909028	19624	63933651
2006	45160159	6635011	70059	51865229
2007	34233628	9793737	184983	44212348
2008	35308480	8628621	463572	44400673
2009	47445484	6126542	740204	54312230
2010	54517444	6329140	1309228	62155812

Source: NYSE EURONEXT SA

الملحق رقم (04): تطور قيم العقود المشتقة بمختلف أنواعها ببورصة باريس (الوحدة يورو)

السنوات	خيارات السهم	الخيارات على المؤشرات	الخيارات على السلع	المجموع
2001	102814597	524754232	2358	627571187
2002	96292713	321299016	3227	417594956
2003	57232804	229069038	4717	286301320
2004	76327209	232048358	4421	308379988
2005	71875024	251676346	5120	323556500
2006	94664236	338094828	16541	432775604
2007	123095858	559528047	96323	682720227
2008	85390075	372402208	276244	458068527
2009	93635232	201224701	241522	295101455
2010	137843518	234456100	658611	372958229

Source: NYSE EURONEXT SA

الملحق رقم (05): تطور كل من حجم رسملة بورصة باريس والنتاج المحلي الاجمالي (الوحدة مليار يورو)

السنة	حجم رسملة بورصة باريس	النتاج الداخلي الخام (اجمالي الناتج المحلي)
2001	2114.1	1538.2
2002	1745.8	1587.829
2003	1884	1630.666
2004	1960.9	1704.019
2005	2349.5	1765.905
2006	2532	1848.151
2007	2562	1941.36
2008	1847.6	1992.38
2009	1272.7	1936.422
2010	1425	1995.289

Source :

- NYSE EURONEXT SA.

- <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=FR>

الملحق رقم (06): عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس وقيمة مؤشر CAC40

السنة	عدد الشركات المدرجة	قيمة المؤشر CAC40
2001	936	4885.429
2002	874	3651.992
2003	817	3171.088
2004	787	3708.748
2005	749	4372.911
2006	730	5213.063
2007	707	5700.109
2008	673	4149.342
2009	652	3410.551
2010	617	3712.798

Source: <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.LDOM.NO?locations=FR>

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- باللغة العربية

أ. الكتب

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، بدون سنة نشر.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، ط1، 2004.
3. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، دار هومة، ط1، 2002.
4. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، دار هومة، ط1، 2002.
5. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.
6. جمال جو يدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2002.
7. جون وايت، ترجمة خالد العمري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة ط1، 2002.
8. حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها أدواتها المشتقة، دار الكندي، ط1، 2002.
9. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
10. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الواجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
11. شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، ط2، 1999.
12. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية ط1، 2000.
13. ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2003.
14. ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2003.
15. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 1997.
16. عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور اداري محاسبي) دار طيبة، القاهرة مصر، 2004.
17. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.

18. عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث الإسكندرية بدون سنة نشر.
19. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين شركات الاستثمار، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2000.
20. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
21. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية أسواق راس المال البورصات البنوك شركات التأمين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
22. عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالي، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2001.
23. عدنان الهندي، الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، 1996.
24. غازي فلاح المومني، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
25. فريد وينستون، يوجين برجام، ترجمة عدنان داغستاني، احمد نبيل عبد الهادي، التمويل الإداري، الجزء الأول، دار المريخ، الرياض، السعودية، بدون سنة نشر.
26. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، 2002.
27. محمد صالح حناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية، مصر، 1997.
28. محمد صالح حناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.
29. محمد صالح حناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها - مدخل التحليل الفني والأساسي الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2004-2005.
30. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، دار حامد للنشر والتوزيع، الإسكندرية، ط1، 1998.
31. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2005.
32. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان ط1، 2005.
33. منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
34. منير إبراهيم هندي، أسواق المال والأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
35. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
36. هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.

ب. الأطروحات

1. جبار محفوظ، البورصة الخوصصة وتسيير المؤسسات العمومية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف.
2. عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل سوق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014.

2- باللغات الاجنبية

1. Aimé Scannavino, *Les Marchés Financiers Internationaux*, Dunod, Paris, 1999.
2. André kovacs, Alain chevalier, *Bourse; les nouvelles stratégies pour gagner ;2 edition, maxima, paris, 2000.*
3. benton E. Gup , Robert Brooks, *Interest rate risk management, published by parileas publishing campany(B) , without year of publishing, (history of options).*
4. Cristophe Chazot, Patrick Claude, *les Swaps concepts et applications, 2éme édition, Economica, paris, 1999.*
5. Didier Vitrac, *tout savoir sur la bourse, gualinoediteur, paris, 2001.*
6. Didier Vitrac, *Tout Savoir Sur La Bourse, Gualino éditeur, Paris, 2001.*
7. Dom. Chance, *options and futures, pulished by the Dryden press Harcourt.*
8. Dominique Poincelot, *les marchés des capitaux français, édition EMS, Paris, 1998.*
9. Francine roure, *stratégies financières sur le matif et le MONEP, economica, paris, 1998.*
10. François quittard-pinon, *marchés des capitaux et theoriefinanciers, economica, Paris.*
11. Guy Caudamine, Jean Montier, *Banques et Marchés Financiers, Economica, Paris, 1998.*
12. H.R.Stoll, *the relationship between put and calloption prices, journal of finance, 1969.*
13. I-P Gourlaouen, *Les Nouveaux Instrument Financiers, gestion vuibert, Paris, 1988.*
14. Jacques Teulié, Patrick topsacalian, *FINANCE, 2eme edition, Vuibert, paris, 1997.*

15. *Jan Najarian, how I trade option, published by john wiley and sons, Canada, 2001.*
16. *John Hull, Option, Futures Et Autre Actifs Dérivés, Pearson Education, France, 2004.*
17. *Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, Le Marché Financier Français, 4 édition, Economica, Paris, 2001.*
18. *MardherBellalah, Gestion Des Risques Et Produit Dérivées Classiques Et exotiques, Dunos paris, 2003.*
19. *Michel Delande, marché à terme incertitude information équilibre, Economica, 1992.*
20. *Michel Fleuriet, yvessimon, Bourse et Marchés financiers, economica, 2édition ,2003.*
21. *Michel lavasseur, Aimable quintart Finance, economica, 3 éditions, paris ,1998.*
22. *MondherBelallah, Yves simon, Options, contracts à terme et gestion des risques 2ème édition, Economica, pais, 2003.*
23. *Nicolas Chanut, le MONEP théorie et pratique, Economica, paris, 1991.*
24. *Olivier Picon, "La Bourse",14ème édition, Delmas, France, 2000.*
25. *Olivier Picon, la bourse, ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements, encyclopédie Delmas, Paris, quatorzième édition, 2000*
26. *Paul-Jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, Dunod, Paris, 2002.*
27. *Paul-Jacques Lehmann, La Bourse de Paris, édition Dunod, Paris, 1991*
28. *Robert Goffin, Principes De Finance moderne, economica, Paris 2001.*
29. *Robert Kolk, understanding options, published by john wiley and sons, Inc, 1995.*
30. *Steve Krull, Nancy Hucking, the handbook of Equity derivatives.*
31. *Yannick marquet, les d'options négociables sur contrat à terme, economica, paris, 1988.*
32. *Yves Simon, les Marchés à terme d'instrumentsfinanciers, Economica, paris, 1987.*

4. Site Web:

- 1- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، ص 2، أنظر إلى الموقع:
- 2- <http://www.dhofari.com/attachment.php?attachmentid=9996&d=1209300904>.
- 3- <http://www.sahmy.com/t105723.html>.
- 4- https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf
- 4- <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/CM.MKT.LDOM.NO?locations=FR>
- 5- <https://financetrain.com/how-to-calculate-the-holding-period-returns/>.
- 6- https://www.abcbourse.com/apprendre/19_capm.html.
- 7- <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/386293>
- 8- <https://www.centralcharts.com/fr/forums/13-autres-questions-reponses/1797-le-modele-du-medaf>.
- 9- <https://www.ifcmarkets.net/introduction/cfd-cac40>.
- 10- <https://www.myaccountingcourse.com/accounting-dictionary/expected-return>
- 11- <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/cac-40-index>
- 12- <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about/company/article-of-association>
- 13- <https://www.topratedforexbrokers.com/ar/-/التعليم-والأدلة/بورصة-باريس-يورونكست-باريس>
- 14- NYSE EURONEXT SA.

فهرس الجداول

الأشكال والملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
38	فئات الأسهم العادية	01
43	تدريج الأسهم الممتازة	02
56	تدريج سندات الشركات طبقا لستاندر اند بور ومودي	03
74	قيمة عقود المبادلات المتداولة في الأسواق العالمية	04
90	أرباح وخسائر كل من مشتري ومحرر عقد خيار الشراء	05
92	توضيح موقف وعائد كل من مشتري وبائع خيار البيع	06
93	حقوق والتزامات أطراف عقد الخيار (خيار البيع، خيار الشراء)	07
103	العائد الفعلي في ظل وفي غياب عقد خيار البيع (عند مستويات مختلفة لليبور %)	08
125	التدفقات النقدية للإستراتيجيتين في تاريخ التنفيذ	09
131	التدفقات النقدية للمحفظتين في تاريخ التنفيذ	10

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	تأثير عملية التحوط على توزيع العائد والمخاطرة	79
02	عائد القرض في ظل غياب خيار البيع	103
03	القيم الذاتية لعقد خيار	116
04	القيمة الذاتية لخيار البيع للحالات الثلاثة السابقة الذكر	117
05	القيمة الذاتية لعقود الخيارات	118
06	تأثير القيمة السوقية للسهم على خيار الشراء والبيع	119
07	تأثير اجراء التوزيعات النقدية على قيمة خيار الشراء	120
08	تأثير سعر الفائدة على قيمة خيار الشراء	121
09	تأثير سعر الفائدة على قيمة خيار البيع	122
10	أثر طول مدة حياة الخيار على قيمته لمكافآت خيار شراء	123
11	التغير في قيمة مكافئة خيار شراء تبعا لتغير في سعر تنفيذه	123
12	التغير في قيمة مكافأة خيار البيع تبعا للتغير في سعر تنفيذه	124
13	المحددات والعوامل المؤثرة على السعر السوقي للخيار	124
14	طريقة الانتشار المستمر	131
15	أسعار السهم الممكنة	138
16	تطور عدد العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال الفترة 2001-2010	153
17	نسبة نمو عدد العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة	154

154	مجموع قيم العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة مقومة باليورو	18
155	نسبة نمو العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة (بالقيمة)	19
156	تطور عقود الخيارات في بورصة باريس حسب نوع الأصل	20
157	نسبة نمو عقود الخيار على مؤشرات البورصة المتداولة في بورصة باريس	21
158	نسبة نمو عقود الخيار على الأسهم المتداولة في بورصة باريس	22
158	نسبة نمو عقود الخيار على السلع المتداولة في بورصة باريس	23
159	حجم رسملة بورصة باريس في السوق المالي الفرنسي (مليار يورو)	24
164	أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة 26 باريس	25
165	أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس	26
167	أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس	27
169	أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس	28
170	أثر تداول عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC 40	29
171	أثر تداول قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على مؤشر CAC 40	30

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
179	تطور عدد عقود الخيارات والعقود المستقبلية ببورصة باريس	01
179	تطور قيمة عقود الخيارات والعقود المستقبلية ببورصة باريس (الوحدة اليورو)	02
180	تطور عدد العقود المشتقة بمختلف أنواعها ببورصة باريس	03
180	تطور قيم العقود المشتقة بمختلف أنواعها ببورصة باريس (الوحدة يورو)	04
181	تطور كل من حجم رسةلة بورصة باريس والنتاج المحلي الاجمالي (الوحدة مليار يورو)	05
181	عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس وقيمة مؤشر CAC40	06

فهرس المحتويات

I	اهداء
II	شكر وتقدير
أ	المقدمة
	الفصل الأول: السوق المالي والأدوات المالية الأساسية المتداولة فيه
01	مقدمة:
02	المبحث الأول: مدخل للسوق المالي
02	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية وأهميتها
02	1. ماهية الأسواق المالية
03	2. أهمية الأسواق المالية
05	المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية
05	1. التقسيم حسب توقيت الإصدار
06	2. التقسيم حسب آجال العمليات
07	3. التقسيم حسب صيغة تنظيمها
08	4. التقسيم حسب المنتوجات المتداولة
09	5. التقسيم حسب المجال الجغرافي المغطى
11	6. التقسيم حسب آجال تنفيذ العمليات
12	المطلب الثالث: الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية
12	1. المصدرون
13	2. الوسطاء
13	3. المستثمرون
15	المطلب الرابع: وظائف السوق المالي ومقومات إنشائه.
15	1. وظائف السوق المالي
17	2. مقومات إنشاء السوق المالي
20	المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية
21	المطلب الأول: شهادات الإيداع القابلة للتداول
21	1. مفهوم شهادات الإيداع القابلة للتداول
21	2. مميزات شهادات الإيداع القابلة للتداول
22	3. أنواع شهادات الإيداع
23	المطلب الثاني: القبولات المصرفية

23	1. مفهوم القبولات المصرفية وتاريخ نشأتها
24	2. مميزات القبولات المصرفية
25	3. أنواع القبولات المصرفية
26	المطلب الثالث: الأوراق التجارية
26	1. مفهوم الورقة التجارية
27	2. سمات الأوراق التجارية
27	3. أنواع الأوراق التجارية
28	المطلب الرابع: أذونات الخزينة
28	1. مفهوم أذونات الخزينة
29	2. مميزات أذونات الخزينة
30	3. أنواع أذونات الخزينة
31	المبحث الثالث: الأوراق المالية التقليدية المتعامل بها في سوق رأس المال
31	المطلب الأول: الأسهم التقليدية
31	1. تعريف الأسهم
32	2. القيم المختلفة للأسهم
34	3. خصائص الأسهم
35	4. تصنيفات الأسهم
43	المطلب الثاني: الأسهم المستحدثة
43	1. الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح وبدون حق التصويت
44	2. الأسهم المركبة
44	3. شهادات الاستثمار
45	4. الأسهم ذات التوزيعات المخصصة
46	5. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية
46	6. الأسهم العادية المضمونة
47	7. الأسهم المسطرة
48	المطلب الثالث: السندات التقليدية
48	1. تعريف السندات
49	2. مختلف قيم السندات
50	3. خصائص السندات

52	4. التصنيفات المختلفة السندات
59	5. مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات
61	المطلب الرابع: السندات المستحدثة
61	1. السندات الصفرية
61	2. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
62	3. السندات المسددة بواسطة أسهم
63	4. السندات بكوبونات اكتتاب في أسهم
63	5. سندات بكوبونات اكتتاب في السندات
63	6. السندات المرتبطة بالمؤشرات
64	7. السندات الرديئة
65	8. سندات ذات الدخل
66	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: مكانة عقود الخيارات بين المشتقات المالية
67	مقدمة:
68	المبحث الأول: المشتقات المالية
68	المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية
69	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية.
69	1. العقود الآجلة
71	2. عقود المستقبلات
74	3. عقود المبادلات
78	المطلب الثالث: المتعاملون في سوق المشتقات المالية.
78	1. المتحويين
79	2. المضاربون
79	3. المراجحو
80	المطلب الرابع: أهمية استخدام المشتقات المالية، ومخاطرها
80	1. أهمية استخدام المشتقات المالية
83	2. المخاطر المترتبة عن استخدام المشتقات المالية
85	المبحث الثاني: الإطار الأساسي لعقود الخيارات
85	المطلب الأول: ماهية عقود الخيارات

86	1. نشأة عقود الخيار وتطورها التاريخي	
87	2. مفهوم عقود الخيار	
89	المطلب الثاني: تصنيفات عقد الخيار	
89	1. التصنيف على أساس نوعي	
93	2. التصنيف حسب تاريخ تنفيذ العقد	
94	3. التصنيف حسب التغطية (على أساس ملكية الأوراق المالية):	
95	4. التصنيف حسب نوع الأصل محل التعاقد	
107	المطلب الثالث: أنواع أخرى لعقود الخيارات	
107	1. عقود الخيارات الشاذة	
109	2. عقود الخيار على العقود المستقبلية	
112	3. عقود الخيارات على المبادلات	
113	المطلب الرابع: أهمية التعامل بعقود الخيارات	
116	المبحث الثالث: أسس تقييم عقود الخيارات، ونماذجها	
116	المطلب الأول: أسس تقييم عقود الخيار	
116	1. قيم عقد الخيار	
118	2. محددات سعر عقد الخيار	
124	3. مساواة خيار البيع وخيار الشراء	
127	المطلب الثاني: نماذج تقييم عقد الخيار	
128	1. نموذج بلاك- شولز (1973)	
134	2. النموذج الثنائي	
141	خلاصة الفصل	
	الفصل الثالث: قياس أثر تداول عقود الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس	
142	مقدمة:	
143	المبحث الأول: سوق المشتقات المالية الفرنسي MONEP	
143	المطلب الأول: بورصة باريس	
143	1. ظهور بورصة باريس	
143	2. نظام التداول في بورصة باريس	
144	3. مؤشرات بورصة باريس وهيكلها	

146	المطلب الثاني: تنظيم بورصة باريس
146	4. إدارة بورصة باريس
147	5. تقسيمات بورصة باريس
148	المطلب الثالث: سوق المشتقات الفرنسي وتنظيمه
148	6. السوق الآجل العالمي لفرنسا MATIF
148	7. اسوق الخيارات المتداولة لباريس MONEP
150	المطلب الرابع: أنواع عقود الخيارات المتداولة في سوق MONEP
151	8. عقود الخيارات على الأسهم
151	9. عقود الخيارات على المؤشرات
153	المبحث الثاني: تطور نمو المشتقات المالية في بورصة باريس
153	المطلب الأول: تطور عدد وقيمة العقود المشتقة في بورصة باريس
153	10. تطور عدد العقود المشتقة في بورصة باريس
154	11. تطور قيم العقود المشتقة المتداولة في بورصة باريس خلال فترة الدراسة مقومة باليورو
156	المطلب الثاني: تطور نموعقود الخيارات في بورصة باريس
157	12. بالنسبة لعقود الخيار على مؤشرات البورصة
158	13. بالنسبة لعقود الخيار على السلع
159	المطلب الثالث: تطور حجم رسملة (القيمة السوقية) بورصة باريس
161	المبحث الثالث: دراسة العلاقة بين تداول عقود الخيارات في سوق MONEP وأداء بورصة باريس
.	
161	المطلب الأول: المتغيرات المستخدمة في الدراسة
161	1. القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الاجمالي (Market Capitalization to GDP) للتعبير عن السيولة.
161	2. عدد الشركات المدرجة (Number of Listed Companies).
161	3. عدد عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP.
162	4. قيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP.
162	5. مؤشر CAC40.
164	المطلب الثاني: أثر تداول عقود الخيارات بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس

164	1. أثر تداول عدد عقود الخيارات بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس.	
165	2. أثر تداول قيمة عقود الخيارات بسوق MONEP على سيولة بورصة باريس.	
167	المطلب الثالث: أثر تداول عقود الخيارات بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس	
167	1. أثر تداول عدد عقود الخيارات بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس.	
169	2. أثر تداول قيمة عقود الخيارات بسوق MONEP على عدد الشركات المدرجة ببورصة باريس.	
170	المطلب الرابع: أثر تداول عقود الخيارات بسوق MONEP على مؤشر CAC40	
170	1. أثر تداول عدد عقود الخيارات بسوق MONEP على مؤشر CAC40	
171	2. أثر تداول قيمة الخيارات بسوق MONEP على مؤشر CAC40	
174	خلاصة الفصل	
175	الخاتمة	
179	الملاحق	
182	قائمة المراجع	
187	فهرس الجداول، الأشكال والملاحق	
191	فهرس المحتويات	
197	الملخص	

الملخص:

شهدت سوق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة إهتماما كبيرا من طرف الباحثين الاقتصاديين كونها تمثل العصب والمحرك الأساسي للحياة الاقتصادية ككل، ولهذا تميزت هذه الأسواق بالعديد من التطورات، حيث ظهرت بها أدوات مالية مشتقة كعقود الخيارات.

تهدف هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى قياس أثر تداول عقود الخيارات في سوق MONEP على أداء بورصة باريس، تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي ومنهج دراسة حالة، وذلك بغرض الجمع بين الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية، ولتحقيق هدف الدراسة تم الإستعانة بالبرنامج الإحصائي (Eviews.10).

توصلت هذه الدراسة إلى وجود أثر متفاوت لكل من عدد وقيمة عقود الخيار الخاصة بسوق MONEP على أداء بورصة باريس ممثلا بـ: سيولة بورصة باريس، عدد الشركات المدرجة في بورصة باريس، مؤشر CAC40. الكلمات المفتاحية: أداء سوق الأوراق المالية، عقود الخيارات، سوق MONEP.

Abstract:

The stock market has recently gotten a big attention from economic researchers, because it represents the nerve and the main engine of economic life, so these markets have passed by many developments, where derivative instruments have emerged as options contracts.

The objective of this study is to measure the effect of the trading of options contracts in the MONEP market on the performance of the Paris Stock Exchange, The study was based on the descriptive approach, the analytical approach and the case study methodology, in order to combine theoretical and applied studies, and to achieve the objective of the study; the statistical program Eviews.10 has been used.

This study found a different effects of the number and value of options contracts at the MONEP market on the performance of the Paris Stock Exchange represented by: Paris Stock Exchange liquidity, number of companies listed on the Paris Stock Exchange, CAC40 Index.

Keywords: Stock Market Performance, Options Contracts, MONEP Market.

تَعْمِدُ بِحَمْدِ اللَّهِ