

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس / سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

محاضرات في مقياس بورصة البضائع

موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم تجارية
تخصص: تجارة دولية

من إعداد:

الدكتورة حشايشي سليمة

الخبراء المقيمين للمطبوعة:

- الدكتورة بوشنين ليلى

- الدكتور معتوق جمال

تاريخ اعتماد المطبوعة:

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ	المقدمة
01	المحور الأول: ماهية بورصات القيم
02	أولاً: لمحة تاريخية لنشأة وتطور البورصات
02	ثانياً: تعريف البورصة
05	ثالثاً: الأوراق المالية المتداولة في البورصة
11	رابعاً: المؤشرات العامة للأسعار في البورصات
16	المحور الثاني: الاطار النظري لبورصة البضائع
17	أولاً: نشأة بورصة البضائع
18	ثانياً: مفهوم بورصة البضائع
22	ثالثاً: آلية العمل في بورصة البضائع
24	المحور الثالث: الاطار النظري للسلع الدولية (السلع الأساسية)
25	أولاً: مفهوم السلع الأساسية
27	ثانياً: الفرق بين السلع الدولية والبيوع الدولية
27	ثالثاً: التعاقد على السلع الدولية
31	رابعاً: أهم العوامل الرئيسية المحركة لأسعار السلع الأساسية
32	خامساً: آثار التعامل بالسلع الدولية
35	سادساً: أهم بورصات البضائع العالمية
36	المحور الرابع: العمليات الفورية في بورصة البضائع
37	أولاً: مفهوم العمليات الفورية في بورصة البضائع
38	ثانياً: الشراء بكامل الثمن
38	ثالثاً: الشراء بالهامش
44	رابعاً: البيع على المكشوف

46	المحور الخامس: العمليات الآجلة في بورصة البضائع
47	أولاً: العقود الآجلة forward contract
49	ثانياً: العقود المستقبلية future contract
54	ثالثاً: عقود الخيار Options
64	المحور السادس: المضاربة في بورصات البضائع
65	أولاً: مفهوم المضاربة من الناحية الاقتصادية
66	ثانياً: المصطلحات ذات الصلة بالمضاربة
68	ثالثاً: أنواع المضاربة
70	المحور السابع: المقاصة والتسوية
71	أولاً: مفهوم عمليتي المقاصة والتسوية
77	ثانياً: آليات المقاصة والتسوية
79	ثالثاً: آلية المقاصة والتسوية في سوق لندن للمعادن (LME)
83	قائمة المراجع

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
35	جدول يوضح أهم بورصات البضائع العالمية وطبيعة السلع المتداولة فيها	جدول رقم (01)
51	رموز وحجوم بعض مستقبلات السلع	جدول رقم (02)
52	جدول يوضح رموز الأشهر في العقود المستقبلية	جدول رقم (03)
52	جدول يوضح أسلوب عمل الهامش في العقود المستقبلية	جدول رقم (04)
53	جدول يوضح أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	جدول رقم (05)
67	جدول يوضح أوجه الاختلاف بين المضاربة والاستثمار	جدول رقم (06)
77	جدول يوضح أنواع التسوية	جدول رقم (07)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
03	تقسيم سوق العمليات المالية	الشكل رقم (01)
61	نموذج لعقود الخيار في بورصة السلع	الشكل رقم (02)
76	مراحل تسوية الصفقات ودور المؤسسات المالية المختلفة	الشكل رقم (03)
79	التطور في آليات التنفيذ والتسوية	الشكل رقم (04)
82	مراحل التسوية في سوق لندن للمعادن	الشكل رقم (05)

المقدمة

مقدمة:

تعتبر بورصات البضائع من أقدم الأسواق في العالم، فتجارة السلع تعد من أقدم أشكال التجارة، وقد أدت التغيرات الهيكلية في الأسواق العالمية للسلع الأساسية، إلى تعزيز دور بورصات السلع في التجارة الدولية، لا سيما في ظل التطورات التكنولوجية التي جعلت من بورصات السلع العالمية كيانات عابرة للحدود، بوصفها هياكل تنظيمية تزيد من قدرة المنتجين على الوصول بسلعهم لجميع انحاء العالم ولفترات زمنية طويلة

لذا ارتأينا تقديم هذه المطبوعة لطلبة السنة الثالثة علوم تجارية تخصص تجارة دولية، من أجل إفادة الطلبة لفهم موقع بورصة البضائع من مختلف الأسواق المالية الدولية، وطرق التعامل على السلع الأساسية والمواد الأولية المتفاوض عليها على المستوى الدولي التي تشكل قسما كبيرا من التجارة الدولية.

محتوى المقياس:

مقياس بورصة البضائع هو مقياس يمزج بين الجانب النظري والجانب التطبيقي، الجانب النظري فيه متعلق خصوصا بإبراز مفهوم بورصة البضائع والأهمية الاقتصادية لها، وكذا الامام بمفهوم السلع الدولية وخصائصها، وكيفية التعامل عليها. أما الجانب التطبيقي فنتطرق فيه إلى أنواع العقود في بورصة البضائع، سواء كانت آنية أو آجلة مع ذكر امثلة تطبيقية عن كل نوع.

الأهداف التعليمية:

يهدف المقياس عموما إلى تعريف الطالب بموقع بورصة البضائع من مختلف الأسواق المالية الدولية، وكذا خصائص السلع المتداولة فيها مع إبراز طرق التعامل عليها، وكيفية إبرام العقود فيها، وكذلك أساليب تحديد أسعارها، وكيفية إدارة المخاطرة المتعلقة بتقلبات الأسعار فيها.

يفترض بالطلّاب بعد دراسته لهذا المقرر أن يكون قادرا على:

- فهم آلية عمل أسواق السلع الدولية؛
- التمييز بين مختلف العقود المبرمة على السلع الدولية؛
- فهم آلية تحديد أسعار السلع الدولية؛
- كيفية إدارة مخاطر تقلبات أسعار السلع الدولية.

المعارف التعليمية القبلية:

يفترض بالطالب أن يكون ملما ببعض المعارف القبلية المتمثلة عموما في:

- مفاهيم حول المالية الدولية؛
- مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية ومختلف الأدوات المالية المتداولة فيها؛
- مفاهيم حول الاحصاء بصفة عامة.

المحور الأول

المحور الأول: ماهية بورصات القيم

تتميز الأسواق المالية بكثرة المفاهيم المرتبطة بها، وباعتبار أن البورصة هي قسم من تقسيمات الأسواق المالية، ارتأينا أن نتطرق في هذا المحور التمهيدي إلى التعريف بالمفاهيم الأساسية للأسواق المالية، وإبراز موقع البورصة فيها، كي تكون مدخلا يسهل على الطالب استيعاب مضمون بورصة البضائع. لذا سيتم التعرض في هذا المحور للتطور التاريخي للأسواق المالية، مع ذكر مختلف تقسيماتها وإبراز موقع البورصة من هذه التقسيمات، وكذلك نتناول مختلف الأدوات المالية المتداولة فيها.

الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- تعريف الطالب بمختلف تقسيمات الأسواق المالية؛
- إظهار مكانة البورصة المنظمة من هذه التقسيمات؛
- تعريف الطالب بمختلف الأدوات المالية المتداولة في البورصة.

أولاً: لمحة تاريخية لنشأة وتطور البورصات

تعتبر أسواق السلع منذ القدم المهد الأول لظهور أسواق العمليات المالية، كما أن فكرة تقسيم العمل هي التي ساهمت أكثر في ظهور أسواق متخصصة للعمليات المالية، فلو تتبعنا التاريخ الاقتصادي، وباختصار، لتبين أن المعاملات في القدم كانت تتم في أسواق خاصة ببيع وشراء سلع مادية. وفي القرون الوسطى نشأت الأسواق الكبرى الموسمية وبدأت فكرة الائتمان تميز نظم معاملاتها، وكانت أكثر هذه الأسواق نشاطاً هي الأسواق الأوروبية (ألمانيا، فرنسا، إيطاليا...). ومنذ القرن الخامس عشر طورت التشريعات الخاصة هذه الأسواق، كما ظهر الموثقون لتحرير عقود المعاملات التي تتم بين هؤلاء التجار، إضافة إلى قيامهم بسلسلة معاملات دقيقة بغرض تسوية حسابات المتعاملين التي تتم بعملة مختلفة. وفي أعقاب هاتمة المدة المخصصة لكل سوق يبدأ الصيارفة بمبادلة مختلف النقود ويقومون بعمليات المقاصة، والنقل بين مختلف الديون والحقوق وينقلون إلى مقرضين إذا اقتضت الأمور، وبالتالي تندمج حركية تداول البضائع بتداول الأموال، وأصبح السوق يمثل اندماجاً بين سوق للسلع وسوق للعمليات المالية¹، وتطورت هذه الأخيرة مع تطور النظم الاقتصادية وزيادة الحاجة للتمويل. إلا أن الدفعة الحقيقية لها كانت في أعقاب الثورة الصناعية. فمع تطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي ظهرت الحاجة إلى موارد مالية ضخمة لتمويل النشاط الإنتاجي يعجز المستثمر الفرد عن تقديمها وبالتالي تطور مفهوم الشركات المساهمة وأصبحت الشركة ملكاً لعدد كبير من المساهمين، وذلك عن طريق تعبئة مدخراتهم من خلال إصدار أوراق مالية تثبت ملكية حصة من الشركة. كما دعمت ثورة الاتصالات تطور أسواق العمليات المالية من خلال مساهمتها في دمج الأسواق المحلية بالأسواق العالمية.

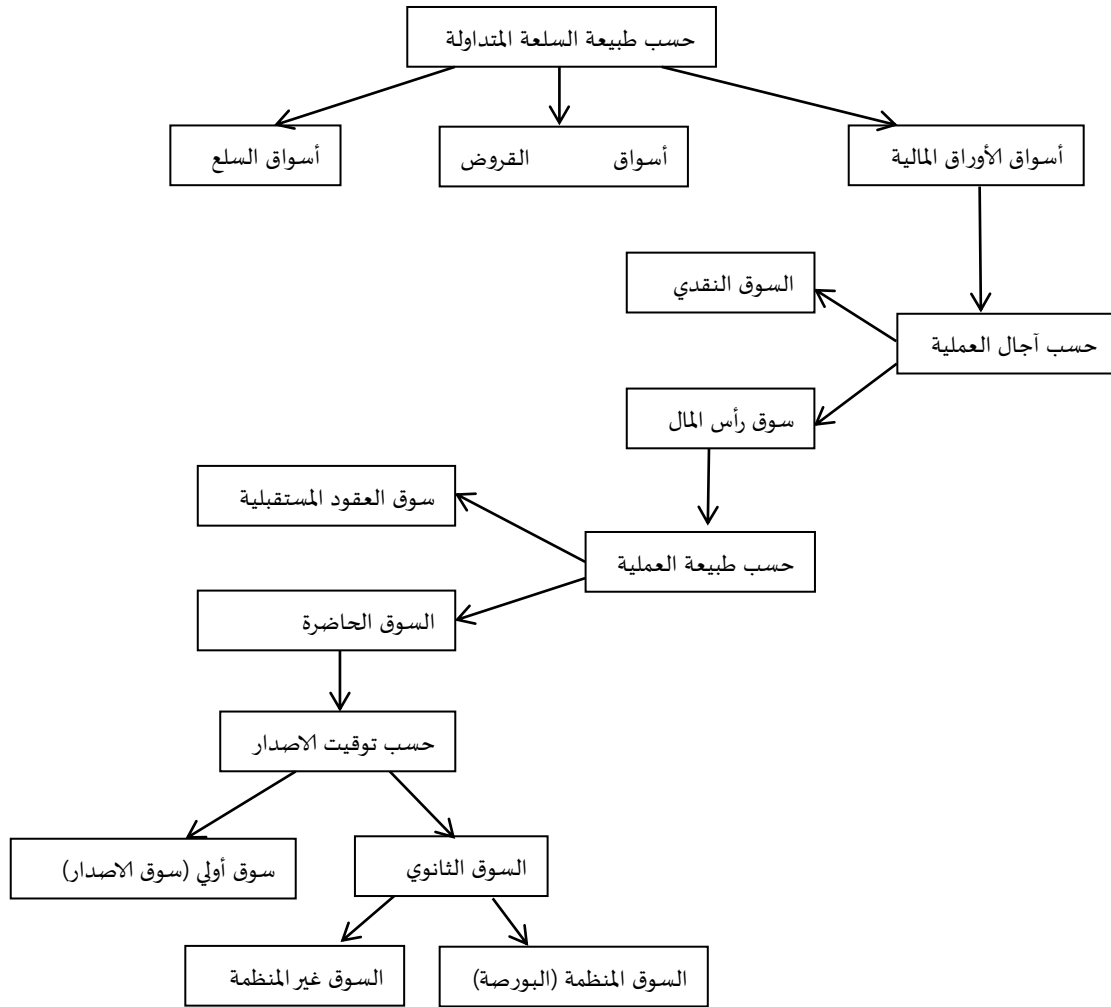
ثانياً: تعريف البورصة

قبل تقديم تعريف البورصة يجب أولاً إظهار موقعها في تقسيم سوق العمليات المالية، والمخطط

الموالي يوضح هذه التقسيمات

¹ - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011، ص 12.

الشكل رقم (01): تقسيم سوق العمليات المالية



المصدر: إعداد الباحثة

يتضح أن هناك تقسيمات متعددة لسوق العمليات المالية وحسب معايير محددة، تتمثل فيما يلي:

- 1- حسب طبيعة السلعة المتداولة: فينقسم إلى
 - سوق الأوراق المالية: وهي المكان الذي يتم فيه الالتقاء المباشر للعرض بالطلب على الأموال، وتكون فيها الأوراق المالية كالأسهم والسندات والأذونات هي أداة تحقيق هذا الالتقاء
 - سوق القروض: وهي سوق منح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي، والتي تكون بمبالغ ضخمة.
 - سوق السلع: وهي ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة والمشترون للسلع المختلفة، خاصة تلك السلع التي تتوفر فيها بعض الشروط (سوف نتناولها بالتفصيل في المحور الثاني)

2- التقسيم حسب آجال العملية: وفقا لهذا المعيار تقسم سوق العمليات المالية إلى:¹

- السوق النقدية: تطلق على سوق العمليات المالية قصيرة الأجل، والتي عادة لا تتجاوز سنة، حيث يتم فيها عادة التقاء العرض بالطلب على رؤوس الأموال قصيرة الأجل.
- سوق رأس المال: وهو السوق الذي يتم فيه التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل.

3- التقسيم حسب توقيت الاصدار: وتقسم إلى

- السوق الأولية (سوق الاصدار): وفيها يتم التعامل على الأوراق المالية التي تم طرحها لأول مرة للاكتتاب فهي حلقة وصل بين المستثمرين والمؤسسات، وعادة ما يتولى القيام بهذه المهمة مؤسسات مالية مختصة تعرف ببنوك الاستثمار.

- السوق الثانوية (سوق التداول): وهي تلك السوق المخصصة لتداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، فهي توفر السيولة للمستثمرين، وفي هذا الاطار نميز بين السوق المنظمة والسوق غير المنظمة:²

✓ السوق المنظمة: تقام المعاملات فيها في مكان محدد أو عبر برنامج تداول مركزي، لها هيئة إدارية تعمل على تسييرها ومراقبة الصفقات المبرمة فيها، والتي تتم بدورها عن طريق بيوت السمسرة والوسطاء المعتمدين. ونشير إلى أن هذا القسم من السوق هو الذي يطلق عليه مصطلح البورصة.

✓ السوق غير المنظمة (السوق الموازية): المعاملات فيها ليس لها مكان أو نظام محدد، والتعامل فيها يكون أساسا على الأوراق غير المقيدة في السوق المنظمة تأتي في الدرجة الأولى السندات، ثم أسهم الشركات الصغيرة التي تكون معظمها مملوكة للمساهمين المؤسسين أو العائلات.

4- التقسيم حسب طبيعة العملية:

- السوق الحاضرة: هي التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل، ويتم إبرام الصفقة فيها بتسليم الأوراق المالية وتسلم المبلغ.
- السوق الآجلة: هذه السوق تتعامل أيضا في الأوراق المالية طويلة الأجل، لكن بموجب عقد بين طرفين يتفق فيه على إتمام صفقة معينة في المستقبل بشروط متفق عليها وقت إبرام العقد، لذا يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية.

¹ - TEULOR. F, Les marchés de capitaux, édition de seuil, Paris, 2001, p 19.

² - Morvan.J, Marchés et instruments financiers, Dunod, Paris, 2009, p09.

بعد إظهار هذه التصنيفات يتضح أن البورصة هي سوق رأس المال الثانوي المنظم وتعرف "على أنها المكان الذي يلتقي فيه السماسرة والوسطاء والهيئات المرخصة للتعامل في المنتجات المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات تحت رقابة السلطات العمومية."¹

ثالثا: الأوراق المالية المتداولة في البورصة

يقوم أعوان العجز بإصدار أوراق مالية مختلفة، من أجل تمويل عجزهم وتختلف هذه الأوراق من حيث طبيعتها فيما إذا كانت تمثل ديناً على الطرف المصدر لها (سندات)، أو صكوك ملكية (أسهم)، هذا بالإضافة إلى أوراق مالية مستحدثة، بدأ التعامل بها في الأسواق المالية حديثاً تعرف بالمشتقات.

1- مفهوم الأسهم وتقسيماتها: تمثل الأسهم بجميع أنواعها أكثر الأصول المالية تداولاً في البورصة، نتعرض لها فيما يلي:

1-1- تعريف السهم وخصائصه: يعرف السهم على أنه "صك له قيمة اسمية متساوية وقابل للتداول بالطرق التجارية وممثل بحصة نقدية أو عينية يدفعها المساهمون إلى الشركة وهو تجسيد لحق المساهم في الشركة"، وللأسهم عدة خصائص أهمها:²

- الأسهم لها قيمة اسمية متساوية (عادة تحدد هذه القيمة الاسمية حسب القانون):
- اكتساب صفة الشريك: حيث يعتبر حامل السهم مساهماً في الشركة، ويصبح له الحق في الاشتراك في الإدارة، حضور اجتماعات الجمعية والتصويت فيها، الحصول على الأرباح وتحمل الخسائر، والحصول على ناتج التصفية.
- القابلية للتداول: حيث يعتبر السهم قابل للتداول في السوق المالي ويكون محل للتسعير.

وتجدر الإشارة إلى أن للأسهم عدة قيم نذكرها فيما يلي:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على السهم، وتحدد مسبقاً في عقد الشركة ولا تقل عن قيمة محددة قانوناً، وغالباً تكون أقل من قيمة الإصدار، وبالتالي تعطى للمؤسسة علاوة إصدار.
- قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يباع بها السهم لأول مرة.

¹- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الثاني، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2011، ص 548.

²- سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 91-94.

- القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية، القيمة الرياضية): تمثل الفرق بين مجموع الأصول المحاسبية الصافية وبين مجموع ديون الشركة، بمعنى ما يعود إلى المساهمين لو أن الشركة باعت أصولها بقيمتها المحاسبية، ودفعت كل ديونها.
 - القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع بها السهم في السوق حسب قوى العرض والطلب.
 - 1-2-1- أنواع الأسهم: تصنف الأسهم في الغالب، من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها، إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:
 - 1-2-1- الأسهم العادية: بالإضافة إلى الخصائص السابقة حول الأسهم بصفة عامة هناك خصائص تتعلق فقط بالأسهم العادية وهي:¹
 - ليس لها تاريخ استحقاق، حيث لا يمكن لصاحبها ردها إلى الشركة بل عندما يرغب في استرجاع قيمتها يجب عليه بيعها في السوق المالي؛
 - يتحمل حاملها مخاطر الإفلاس ويأتون في المرتبة الأخيرة عند التصفية؛
 - ليس لحاملها الحق في المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها كما أنها ليست محددة الربح أو العائد؛
 - تعطي الحق في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وهذا للمحافظة على مركز المساهم القدم؛
 - تعطي الحق في حضور الجمعية العامة، وبالتالي حق التصويت فيها؛
 - تعطي لصاحبها الحق في الاطلاع على حسابات الشركة.
- وتقسم الأسهم العادية إلى عدة أنواع حسب معايير محددة أهمها:
- 1-1-2-1- حسب الحصة التي يدفعها حامل السهم: تقسم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية.
- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تدفع قيمتها نقدا.
 - الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تدفع قيمتها مساهمة عينية.
- 1-2-1-2- حسب الشكل: تقسم إلى الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها والأسهم الذاتية.
- الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بالقيود في دفاتر الشركة.

¹ - VITRAC. D, Tout savoir sur la bourse, Gualino éditeur, Paris, 2001, p 77.

• الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم وإنما يذكر على أنه لحامله ويحصل التنازل عنها بالبيع مباشرة .

• الأسهم الذاتية: وهي الأسهم التي تصدر لأول مرة لإذن شخص معين، ويتم تداولها بالتظهير. هذا بالإضافة إلى أنواع مستحدثة من الأسهم العادية نذكر أهمها فيما يلي :

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: يرتبط عائد هذا النوع من الأسهم بعائد القسم الذي تنتهي إليه.
- الأسهم العادية المضمونة: هي أسهم تعطي لصاحبها الحق في تعويض معين وهذا في حالة هبوط سعر السهم عن قيمة معينة، وفي فترة محددة تلي فترة الإصدار.
- أسهم الضمان: وهي الأسهم التي يمتلكها المسيرون، ولا يسمح قانون الشركة هؤلاء ببيعها لأنها تعد الضامن على حسن تسييرهم.

1-2-2- الأسهم الممتازة: بالإضافة إلى الخصائص السابقة المذكورة حول الأسهم بصفة عامة، هناك مجموعة من الخصائص تخص الأسهم الممتازة فقط وهي:¹

- ليس لها تاريخ استحقاق، ولكن يمكن استدعاؤها (حسب عقد الشركة)؛
- عائدها ثابت يمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية لها؛
- لها الأولوية عند التصفية مباشرة بعد الديون؛
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في الجمعية العامة؛
- لها خاصية تحميص الأرباح، حيث يحق لحملة الأسهم الممتازة الحصول على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة، والتي لم تحقق فيها ربحاً، ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح؛
- لها خاصية الأسبقية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، فإذا قررت الشركة عدم توزيع الأرباح عن سنة معينة، حملة الأسهم الممتازة فهذا يعني أنها لن تجري توزيعات لحملة الاسهم العادية.

كما كان بالنسبة للأسهم العادية، فإن للأسهم الممتازة أنواع مبتكرة منها ما يعرف بأسهم التشاركية التي تعطي لصاحبها الحق في أخذ العائد الثابت، بالإضافة إلى نسبة من الأرباح بعد التوزيع لحملة الأسهم العادية. كذلك هناك الأسهم الممتازة التي لها الحق في التصويت في الجمعية العامة.....

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999، ص28-29.

2- مفهوم السندات وتقسيماتها: السندات من الأوراق المالية الأساسية المتداولة في البورصة، وسنتطرق فيما يلي إلى أهم الجوانب المحيطة بها.

2-1- تعريف السند وخصائصه: يعرف السند كما يلي: "السند هو عبارة عن صك يصدر ضمانا بالدين على الدولة أو على أحد الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة، بفائدة دورية وقابل للتداول بالطرق التجارية"¹، وتتميز السندات بعدد من الخصائص هي:

- يمثل دين على الجهة الي أصدرته؛
- للسند عائد دوري يتمثل في معدل فائدة معين سواء حققت المؤسسة ربحا أو خسارة؛
- السند ورقة مالية قابلة للتداول في السوق المالي وبالتالي لا يمكن استرجاع قيمتها من الجهة المصدرة قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يجوز بيعه في السوق المالي؛
- لا يشترك حملة السندات في الجمعية العامة، وعند التصفية لهم الأولوية قبل حملة الأسهم؛
- السندات تحقق للمؤسسة وفرضري، ذلك أن الفوائد تقتطع قبل فرض الضرائب.

2-2- أنواع السندات: في الوقت الراهن هناك أنواع متعددة من السندات، تصنف حسب معايير محددة، إلى درجة أنه لا يمكن حصرها وأهم هذه التصنيفات ما يلي:

2-2-1- من حيث جهة الإصدار: هناك سندات الشركات، سندات على الدول والسندات الدولية

- سندات الشركات: وهي السندات الي تصدر عن الشركات التي تقوم بنشاط اقتصادي من أجل توسيع مشروعاتها أو تدعيم سيولتها.
- السندات على الدول: وهي السندات التي تصدر عن المشروعات العامة أو الخزينة العامة.
- السندات الدولية: وهي السندات الي تصدر عن مؤسسات ومنظمات دولية، أو لصالح دول ومستثمرين من جميع أنحاء العالم، وعادة يضمن الاكتتاب فيها مجموعة من البنوك.

2-2-2- من حيث الضمان: تصنف إلى السندات المضمونة والسندات غير المضمونة

- السندات المضمونة: وهي السندات الي تقوم الشركة المصدرة لها بضمانها عن طريق بعض أصولها المادية كالعقارات أو الآلات، وبالتالي في حالة إخلال الشركة بالتزامها بعدم القدرة على السداد يعطى الحق لحملة هذه السندات ببيع هذه الأصول واقتسام قيمتها.

¹ - NAVATTE. P, Instrument et marches financiers, Edition managment, Paris, 2002, p. 77.

- السندات غير المضمونة: وهي السندات التي تمثل ديناً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة، والضامن الوحيد لها هي مركز المؤسسة المالي وإجمالي أصولها.

2-2-3- من حيث القيمة التي تصدر بها السندات: حسب هذا المعيار يوجد

- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدرها: حيث أن هذا النوع من السندات يدفع المكتتب فيها القيمة الاسمية ويستردها عند تاريخ الاستحقاق، مع معدل فائدة يناسب حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في هذه السندات.
- سندات بقيمة سوقية أعلى من القيمة الاسمية (سندات بعلاوة إصدار): وتصدر هذه السندات إذا كان معدل العائد عليها أكبر من المعدل السائد في السوق على أوراق مالية مماثلة (من نفس درجة المخاطر).
- سندات تباع بقيمة سوقية أقل من القيمة الاسمية (سندات بخصم عند الإصدار): حيث أن معدل الفائدة عليها أقل من سندات مماثلة في السوق، لكن عند تاريخ الاستحقاق تسترجع القيمة الاسمية كاملة زائد معدل الفائدة المتفق عليه.

2-2-4- من حيث العوائد: يندرج تحت هذا الإطار

- السندات ذات العائد الثابت: حيث أن معدل الفائدة عليها ثابت حتى تاريخ الاستحقاق وهذا النوع معرض لعدة مخاطر، نتيجة تقلبات سعر الفائدة ومخاطر التضخم.
- السندات ذات العائد المتغير: نتيجة للمخاطر المصاحبة للسندات باعتبارها دين طويل الأجل، ابتكر هذا النوع من السندات في بداية الثمانينيات لمواجهة موجة التضخم، فأصبحت أسعار الفائدة تتغير بحسب معايير معينة، مثلاً ترتبط بمؤشر الأسعار في السوق النقدي، أو حسب ما تحققه المؤسسة من أرباح،... إلخ، وهذا بهدف تقريب سعر الفائدة بذلك السائد في السوق.
- السندات المرتبطة بمؤشر: إن هدف هذا النوع من السندات هو المحافظة على القوة الشرائية لها، وهذا يربط سعر الفائدة أو المبلغ الأصلي بمؤشر معين، مثل هذه المؤشرات كثيرة تعبر جميعها عن مستوى المعيشة أو مستوى أسعار التجزئة أو مستوى أسعار الجملة.

كما توجد أنواع جديدة ومخلقة (Hybrides) من السندات مثل:

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: والي يمكن تحويلها إلى أسهم حسب رغبة المكتتب في أي فترة تلي إصدارها، وقبل تاريخ الاستحقاق، وبالتالي يصبح، حامل السند مالكا لجزء من الشركة المصدره له حسب قيمة سنداته.
- السندات بكوبونات الاكتتاب: إن هذا النوع من السندات يسمح للمكتتبين فيه بالأسبقية في الاكتتاب في السندات الجديدة الي تصدرها الشركة وبسعر محدد مسبقا؛
- السندات التي لا تحمل معدل كوبون: تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن تسترد القيمة الإسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق .
- السندات الرديئة: استعمل هذا النوع من السندات في عقد الثمانينيات من قبل أعضاء مجلس الإدارة لبعض الشركات، يتمولون بها من أجل شراء حصة كبيرة من أسهم الشركة الي يديروها أو ما يعرف بعملية الرفع عن طريق اللجوء إلى مصادر خارجية (LBO) (Leverage By Out).

3-المشتقات: يتداول في السوق المالي إلى جانب الأسهم والسندات التي تعرف على أنها أوراق مالية أساسية، أوراق مالية أخرى تشتق منها تعرف بالمشتقات. إن أول ظهور هذا النوع من العقود كان في أسواق السلع الزراعية، حيث أنه ونظرا للطبيعة الموسمية هذه المنتجات، وضعف الطاقة التخزينية المتاحة، زاد المعروض منها (المنتجات الزراعية)، عن المطلوب في مواسم الحصاد، وبالتالي تعرضت الأسعار للانخفاض، مما اضطر المزارعين إلى إبرام عقود مع التجار قبل مواسم الحصاد، تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بالصفقة من حيث تاريخ التسليم، مستوى جودة الأصل، السعر ومكان التسليم، وازداد تطور هذه العقود مع ظهور أسواق متخصصة لها، وانتقل إبرام هذه العقود من السلع الزراعية إلى مختلف الأصول المالية كالأسهم والسندات ومعدلات الفائدة إلى غاية مؤشرات البورصات، كما ظهرت أسواق خاصة لتداول هذه العقود، وهذا ما ساهم أكثر في انتشار هذا النوع من المعاملات.

3-1- تعريف المشتقات: تعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية كالأسهم والسندات والمواد الأولية ومؤشرات البورصة والعملات الأجنبية ومعدلات الفائدة، تسمح بالتغطية من مخاطر تقلبات أسعار هذه الأصول مستقبلا، ومن خلال هذا التعريف نستنتج أن الهدف الأساسي من وجود هذه العقود هو التغطية من المخاطر الي يمكن أن تحدث في المستقبل نتيجة تقلبات الأسعار.

3-2- أنواع العقود المشتقة: هناك نوعين رئيسيين من هذه العقود هما:

3-2-1- العقود المغلقة: ويطلق عليها هذا المصطلح لأن المتعاملين فيها ملزمين بتنفيذ العقد. وتضم

- المستقبلية: هو التزام يعطي الحق لمشتريه في شراء أو بيع كمية من الأصول المالية أو العينية بسعر محدد وقت إبرام العقد والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق وتتداول في السوق المنظمة. عكس العقود المسبقة التي لها نفس خصائص المستقبلية لكن تتداول في الأسواق غير المنظمة.
- عقود المبادلة: هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي أو عيني مقابل أصل آخر بشروط محددة وقت إبرام العقد، والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق. هناك عقود مبادلة على معدلات الفائدة، حيث يمكن مبادلة دين بمعدل ثابت مقابل دين بمعدل متغير، وكذلك عقود مبادلة العملات كمبادلة دين بالدولار مقابل دين بالأورو... الخ

3-2-2- العقود المفتوحة: ويطلق عليها هذا المصطلح لأن المتعاملين فيها غير ملزمين بتنفيذ العقد عكس العقود المغلقة، ويندرج تحت هذا الإطار الاختيارات بجميع أنواعها". ويعرف الاختيار على أنه عقد يبرم بين طرفين (مشتري ومحرر)، يعطي الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع وحدات من أصل معين بسعر محدد وقت إبرام العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، مع علاوة واجبة التنفيذ سواء نفذ العقد أو لم ينفذ .

رابعاً: المؤشرات العامة للأسعار في البورصات

في كل سوق مالي نجد عدد هائل من الأوراق المالية المقيدة، تتطور باتجاهات مختلفة. ولأجل قياس اتجاه السوق عامة لجأت بعض المنظمات كالمراكز الاقتصادية والإحصائية الرسمية، الصحافة، الوسطاء الماليون...إلخ، إلى خلق مؤشرات خاصة بقياس الاتجاه العام لأداء السوق المالي . يساعد على معرفة اتجاه حركة جميع الأسهم في السوق المالي.

إن أهمية المؤشر العام للأسعار تنبع من كونه أداة تعبر عن الأداء العام للبورصة وذلك من خلال قياس تطور أسعار الأصول المالية المسجلة فيه بطريقة مستمرة ومنتظمة، فالمؤشر المصمم تصميماً جيداً، والممثل تمثيلاً جيداً للعينة، يمكنه قياس أداء السوق المالي بدقة، ذلك أنه يعكس الوضع الحالي والمستقبلي للمنشآت المكونة له، والتي تعبر بدورها عن الاتجاه العام للسوق، وهذا طبعاً بشرط توفر قدر معين من الكفاءة، فانتعاش المؤشر وارتفاع مستواه معناه أن المستثمرين قاموا بتوجيه أموالهم للاستثمار في الأوراق المالية المكونة له، وعليه فإن مؤشر أسعار الأسهم يعطي لنا بيانا يوميا وعماما عن حركة أسهم الشركات المقيدة بالسوق المالي.¹ كذلك فإن المؤشرات المصممة بعناية لقياس حالة السوق المالي ككل، يمكن أن تكون

¹ - HORNY. G, La bourse pour les nuls, First Editions, Paris, 2014, p. 71.

مرآة للحالة الاقتصادية العامة، (فمثلا مؤشر Standard & Poors 500) في الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر منذ سنة 1968 كأحد أهم إحدى عشر (11) مؤشرا الأوائل الأكثر دقة في قياس الوضع الاقتصادي العام. وذلك أنه طالما أن نشاط المنشآت الي تتداول أوراقها المالية في البورصة تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي العام في للبلد، فإنه وإذا اتسم السوق المالي بقدر معين من الكفاءة، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس التوقعات المتعلقة بالربحية المستقبلية للمنشآت، هذه الأخيرة الي تتأثر بالظروف الاقتصادية التي ستسود ، وعليه فإن أسعار الأوراق المالية معبرا عنها بالمؤشر العام للأسعار سوف تعكس الوضع الاقتصادي العام.

للتأكيد على مدى أهمية المؤشرات العامة للأسعار كأدوات لتقييم أداء السوق المالي، نستدل بأمثلة عن بعض المؤسسات المالية الدولية كالبنك الاستثماري الأمريكي "مورغان ستانلي"، ومؤسسة التمويل الدولية "IFC". حيث صاغت بعض المؤشرات الشاملة، محسوبة عن عينة كبيرة من الأسهم المقيدة لعدد من البورصات بنفس طريقة حساب المؤشرات الخاصة ببورصة واحدة، أو صناعة واحدة، وهذا من أجل تقييم أداء مجموعة من البورصات الناشئة.

1- كيفية تصميم المؤشرات: إن المؤشر العام للأسعار هو رقم شامل يستعمل لقياس التطورات في أداء السوق المالي، ولكي يكون هذا المؤشر أكثر تعبيرا عن وضع السوق إجمالا يجب إتباع الخطوات التالية عند صياغته وهي:¹

1-1- ملائمة العينة: يقصد بالعينة عدد الأصول المالية المستخدمة في حساب المؤشر، إذ ينبغي أن تكون ملائمة من حيث ثلاثة جوانب هي :

- الحجم: حيث كلما زاد عدد الأسهم التي تضمها العينة، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق، فهناك بعض المؤشرات الشاملة لكافة الأسهم المتداولة في السوق كمؤشر البورصة الأمريكية، وبالتالي فهو يعبر عن أداء السوق تعبيرا جيدا، غير أن هناك بعض المؤشرات المحسوبة على عينات لكنها تعبر بدقة عن أداء السوق المالي شأنها شأن المؤشرات الشاملة، وهذا راجع لسببين أساسيين هما:
- ✓ قيمة الأسهم الممثلة للعينة، والتي عادة ما تمثل نسبة مرتفعة من رسملة السوق، ومثال ذلك مؤشر Standard 500 & poors 500 ، حيث تمثل نسبة رسملة الشركات المأخوذة أسهمها كتمثيل للعينة فيه 80% من رسملة البورصة ككل، كذلك فإن هذه المؤشرات عمليا أثبتت كفاءتها في قياس حالة البورصة.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 552-556.

✓ إن أسعار الأسهم في السوق المالي عادة تسير في نفس الاتجاه خصوصا في الأجل القصير.

• الاتساع: يقصد به أن تغطي العينة المختارة جميع القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني إذا كان المؤشر يهدف إلى قياس حالة السوق ككل، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، فيجب أن يكون ممثلا لجميع الشركات المقيدة في هذه الصناعة.

• المصدر: إذ ينبغي أن يكون مصدر الحصول على أسعار الأصول المالية المكونة للعينة، هو السوق ذاته المقيدة فيه.

2-1- الأوزان النسبية لمفردات العينة: ويقصد بها القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وتوجد ثلاث طرق لتحديدتها

• طريقة الوزن على أساس السعر: وفقا لهذه الطريقة فإن القيمة المطلقة للمؤشر تساوي مجموع أسعار الأسهم المكونة له، لكن يعاب على هذه الطريقة أن سعر السهم وحده لا يعبر عن قيمة المنشأة المصدرة له، فقد تتساوى منشأتين من حيث قيمتهما في السوق المالي، لكن عدد الأسهم المقيدة لكل منهما مختلف، مما يؤدي إلى اختلاف أسعار أسهمها، وعليه فإن قيمة المؤشر سوف تأخذ بأسعار الأسهم التي تكون مختلفة، على الرغم من تساوي قيمة المنشأتين.

• طريقة الأوزان المتساوية: وفقا لهذه الطريقة يتم إعطاء نسبة متساوية لكل سهم داخل المؤشر، هذه القيم عادة تكون مساوية لوحدة نقدية معينة. إن تساوي الأوزان في ظل تباين أسعار الأسهم يتطلب حساب كمية وهمية تتحدد بمقلوب السعر. فإذا كان لدينا ثلاث أسهم: A و B و C، أسعارها على التوالي 50، 40 و 10، وفي ظل هذه الطريقة وعند حساب المؤشر نأخذ كمية وهمية قيمتها $\frac{1}{50}$ من السهم A، و $\frac{1}{40}$ من السهم B و $\frac{1}{10}$ من السهم C. لكن يعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزان متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المنشآت التي أصدرها.

• طريقة الأوزان حسب القيمة: وفقا لهذه الطريقة، فإن وزن السهم داخل العينة يؤخذ على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل منشأة ممثلة في المؤشر، بمعنى أن الوزن النسبي لكل سهم داخل المؤشر يؤخذ على أساس قيمة السهم السوقية، والتي تساوي عدد أسهم المنشأة مضروب في سعر السهم السوقية. وتعتبر هذه الطريقة الأكثر منطقية والأكثر استعمالا في حساب المؤشرات.

2- إجراءات حساب قيمة المؤشر: تختلف الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشرات، فمنها ما يحسب على أساس المتوسطات، ومنها ما يحسب على أساس الأرقام القياسية. فالمؤشر الذي يحسب على أساس المتوسط الحسابي يكون معطى بالمعادلة التالية:

$$I_t = \sum C_i^t / N$$

حيث أن:

I_t : قيمة المؤشر

$\sum C_i^t$: مجموع قيم الأسهم المشكلة للعينة، محسوبة بإحدى الطرق المذكورة سابقا.

N : عدد الأسهم المشكلة للعينة.

أما إذا حسبت قيمة المؤشر على أساس الأرقام القياسية، فسيكون ذلك من خلال المعادلة التالية:

$$I_t = I_0 \left[\frac{\sum_{i=1}^n q_t^i p_t^i}{\sum_{i=1}^n q_{t-1}^i p_{t-1}^i} \right]$$

حيث أن:

I_0 : رقم قياسي يعطى للمؤشر في سنة الأساس

$q_t^i p_t^i$: قيم الاقفال لجميع الأسهم المكونة للعينة

$q_{t-1}^i p_{t-1}^i$: قيم الاقفال ليم سابق لجميع الأسهم المكونة للعينة.

3- أهم المؤشرات العالمية:

- مؤشر داو جونز بالولايات المتحدة الأمريكية: أنشئ عام 1896، يتضمن هذا المؤشر أكبر 30 شركة في السوق الأمريكي أو ما يطلق عليها 30 Blue Chips
- مؤشر S&P 500 ستاندرد آند بورز 500 بالولايات المتحدة الأمريكية: يوفر رؤية أوسع نطاقا حول سوق الأسهم بالولايات المتحدة الأمريكية، ويعد من أشهر المؤشرات في السوق الأمريكية، ويفضله العديد من المستثمرين عن مؤشر داو جونز لأنه يتضمن عدد أكبر من الشركات ويعبر عن حالة السوق الفعلية بصورة أفضل ويضم 500 سهم.
- مؤشر ناسداك المركب NASDAQ Composite بالولايات المتحدة الأمريكية: يركز على الأسهم المتداولة ببورصة ناسداك، بما في ذلك العديد من شركات التكنولوجيا، ويضم 3000 سهم.
- مؤشر Nikkei 225 باليابان: أنشئ عام 1950، ويتضمن أسهم أكبر 225 شركة مقيدة في بورصة طوكيو ويمثل هذا المؤشر مؤشر داو جونز في الولايات المتحدة.

- مؤشر CAC40 بفرنسا: يتضمن أسهم أكبر 40 شركة مقيدة في بورصة باريس من حيث رأس المال السوقي ويضم 40 سهماً.
- مؤشر XETRA DAX بألمانيا: أنشئ عام 1988 ويتضمن أكبر 30 شركة مقيدة في بورصة فرانكفورت وأكثرها سيولة، ويضم 30 سهم.
- مؤشر SSE بالصين: أنشئ عام 1991 ويتضمن الأسهم المقيدة في بورصة شنغهاي ويضم أكثر من 800 شركة.
- مؤشر Straits Times بسنغافورة: ويتضمن أسهم أكبر 50 شركة مقيدة في بورصة سنغافورة ويضم 50 سهم.
- مؤشر FTSE DIFX دبي: مؤشر الإمارات العربية المتحدة ويضم 15 شركة.
- مؤشر ستاندرد أند بورز S&P AX200 بأستراليا: ويتضمن أسهم أكبر 200 شركة مقيدة في بورصة سيدني من حيث السيولة.

المحور الثاني

المحور الثاني: الاطار النظري لبورصة البضائع

تعتبر بورصات البضائع (تسمى أيضا البورصة التجارية أو سوق السلع الدولية)، من أقدم الأسواق في العالم فتجارة السلع تعد من أقدم أشكال التجارة، وقد أدت التغيرات الهيكلية في الأسواق العالمية للسلع الأساسية، إلى تعزيز دور بورصات السلع في التجارة الدولية، لا سيما في ظل التطورات التكنولوجية التي جعلت من بورصات السلع العالمية كيانات عابرة للحدود ، بوصفها هياكل تنظيمية تزيد من قدرة المنتجين على الوصول بسلعهم لجميع انحاء العالم ولفترات زمنية طويلة.

لذا ارتأينا أن نتطرق في هذا المحور إلى: تعريف بورصة البضائع، مع إظهار الفرق بين بورصات البضائع والأسواق التقليدية، وكذا التطرق لأهداف بورصة البضائع والمنفعة الاقتصادية لها مع إبراز آلية العمل فيها.

الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- تمكين الطالب من التعرف على بورصة البضائع، مع امكانية التفريق بينها وبين الأسواق التقليدية؛
- التعرف على المنفعة الاقتصادية لبورصة البضائع؛
- التعرف على آلية العمل في بورصة البضائع.

أولاً: نشأة بورصة البضائع

يعود تاريخ وجود أسواق السلع إلى القرن التاسع عشر، وقبل وقت طويل من تداول الأوراق المالية، فتجارة السلع من أقدم أشكال التجارة، فقد ظهرت منذ القدم في أسواق تقام بصفة دورية في أماكن محددة. حيث كانت الصفقات التجارية تتم على بضائع حاضرة يجرى معاينتها ودفع ثمنها في الحال، ومن ثم تطورت هذه الأسواق نتيجة التوسع في حجم المبادلات التجارية، بسبب التقدم في وسائل الانتاج وتطور وسائل الاتصالات والمواصلات، مما أسهم في تنظيم هذه الأسواق واستقرارها وتحويلها من أسواق واقعية إلى أسواق افتراضية، بحيث يتم التعاقد فيها على سلع غير موجودة في الحال مع إمكانية وسهولة تأمينها في المستقبل.

إن أسواق السلع المنظمة في العالم ثمرة مباشرة للهيئات التجارية والغرف التجارية التي تم تشكيلها بهدف تنظيم التجارة، وكانت من أوائل الهيئات التجارية الهيئة الخاصة بتجارة الحبوب في ولاية شيكاغو بأمريكا. فقد أسست أول بورصة للحبوب في العالم على يد 82 تاجرا، وذلك في العام 1848، وكان يسمى آنذاك مجلس شيكاغو التجاري (CBOT)*، فقبل هذا العام، كان المزارعون الأمريكيون يعجزون عن الحصول على مشتريين للحبوب التي ينتجونها، وكان المزارعون يقومون بنقل حبوبهم إلى شيكاغو لعرضها للبيع، فإذا عجزوا عن بيعها اضطروا إلى إلقائها في بحيرة ميتشجان هربا من تكلفة النقل العالية اللازمة لإرجاعها إلى مزارعهم. ومن هنا تم تأسيس بورصة شيكاغو للحبوب، لتكون سوقا مركزية للتجارة الآنية والمستقبلية. وعليه أصبح التجار يقومون بشراء محاصيل سنوات قادمة وبأسعار متفق عليها مسبقا بموجب عقود آجلة ملزمة للبائع والمشتري، وبكميات يتم تحديدها في العقد، إن هذا النظام يضمن للمزارعين معرفة كمية المحصول المطلوب منهم انتاجها وتسويقها في السنوات المقبلة، بحيث يضمنون الحصول على تمويل مبدئي يساعدهم على الإنتاج. وبالتالي فإن مجلس شيكاغو التجاري (CBOT) تعتبر أقدم سوق لتبادل العقود الآجلة والخيارات في العالم.

في عام 1898 تأسست بورصة شيكاغو التجارية (CME)** وعُرفت باسم مجلس شيكاغو التجاري للزبد والبيض. تجدر الإشارة إلى أنه تم دمج مجلس شيكاغو التجاري (CBOT) مع بورصة شيكاغو التجارية (CME) في عام 2007 ليكونا معاً مجموعة أطلق عليه (CME)

في عام 1870 تأسس مجلس نيويورك للتجارة (NYBOT)*** وعرف باسم بورصة نيويورك للقطن. في وقت لاحق من عام 2004، اندمجت مع بورصة القهوة والسكر والكاكاو (CSCE)**** لتصبح بعدها بورصة نيويورك

* Chicago Board Of Trade.

** Chicago Mercantile Exchange.

*** New York Board Of Trade.

**** Coffee Sugar and Cocoa Exchange

للتجارة (NYBOT) واليوم، تتعامل بشكل أساسي في العقود الآجلة وعقود الخيارات للسلع المادية مثل الكاكاو والقهوة والقطن والسكر وعصير البرتقال .

في عام 1872 وقد أنشئت بورصة نيويورك التجارية (NYMEX)* للتعامل في منتجات الألبان. وبحلول عام 1994 ، اندمجت (NYMEX) مع بورصة السلع (COMEX)** لتصبح أكبر بورصة للسلع المادية في تلك الأثناء .

أما بالنسبة لتجارة السلع خارج الولايات المتحدة الأمريكية، فإن البورصات الرئيسية هي بورصة لندن الدولية للعقود الآجلة والخيارات (LIFFE)*** ، وبورصة لندن للمعادن، وبورصة طوكيو للسلع¹.

ثانيا: مفهوم بورصة البضائع

1- تعريف بورصة البضائع: من خلال تتبع نشأة بورصة البضائع يتضح أنها تقوم بنوعين من المعاملات أو البيوع:

بيوع حاضرة وتسمى البورصة في هذه الحالة بالبورصة الحاضرة للبضائع حيث يتم فيها بيع وشراء سلع موجودة فعلا في المخازن والمستودعات والموانئ جاهزة للنقل ويستطيع المشتري معاينتها قبل الشراء للتعرف على مدى مطابقتها مواصفاتها للشروط المطابقة قبل تحرير العقد.

بيوع آجلة وتسمى البورصة في هذه الحالة بأسواق العقود المستقبلية حيث يتم فيها إجراء معاملات تتعلق ببيع أو شراء سلع معينة غير موجودة فعلا في المخازن حيث يتم الاتفاق على السعر والكمية عند التعاقد ويكون استلام وتسليم البديلين في المستقبل حسب الاتفاق الذي تم في العقد.

وبالتالي فإن تعريف بورصة البضائع يشمل النوعين معا نقدم أهمها فيما يلي:

تعريف 01: هي عبارة عن منظمة أو مؤسسة مكونه من أشخاص (أعضاء البورصة) للتعامل في السلع الدولية تقوم بتوفير مجال للمتاجرة وتحت قواعد معينة.²

* New York Mercantile Exchange.

** Commodity Exchange

*** London International Financial Futures and Options Exchange

¹ من الموقع <https://www.plus500.com/en-DZ/Trading/Commodities/What-are-Commodities~1> تاريخ الاطلاع: 2021/12/18.

² - محمد عبد الحليم عمر، "السلع الدولية وضوابط التعامل فيها"، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الاسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي، دبي، 2005، ص07.

تعريف 02: هي عبارة عن جمعية من التجار تعتنى بتنظيم السوق بين البائعين والمشتريين للسلع الدولية التي لا توجد في مقر السوق ولكن التعامل يتم عن طريق المستندات والغرض الأساسي من المتاجرة في بورصة السلع الدولية هو الوقاية من الخسارة المالية وذلك عن طريق البيع والشراء بشكل آجل.¹

تعريف 03: بورصة البضائع هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بسلع طبيعية ذات استهلاك كبير نسبياً، وتشرف على إدارتها هيئة لها نظامها الخاص وتخضع لقوانين ولوائح يلتزم بها المتعاملون داخلها كافة.²

2- الفرق بين بورصات البضائع والأسواق التقليدية: على الرغم من أن بورصات البضائع تعتبر وليدة الأسواق التقليدية، إلا أن ثمة فروق جوهرية بينهما يمكن تحديد أهمها فيما يلي:³

- وجود السلع: فعلى حين تعقد الصفقات في الأسواق التقليدية على سلع موجودة فعلاً ومنظورة، نجد أن التعامل في بورصات البضائع يحصل بمقتضى عينة نموذجية. أو صنفاً محدداً معروفاً بمواصفاته الخاصة.
- أنواع السلع: فعلى حين تعقد الصفقات في الأسواق التقليدية على كل أنواع السلع، نجد أن الصفقات لا تعقد في بورصات السلع إلا على أنواع معينة منها فقط.
- نظام العمل: فعلى حين تكون أساليب العمل في الأسواق العادية عديدة ومتنوعة وغير محددة، فإنها في بورصات البضائع تخضع لنظام وقواعد وأساليب محددة يجب على جميع المتعاملين فيها الالتزام بها، لذلك سميت بالسوق المنظمة.
- التأثير النسبي على الأسعار: فعلى حين لا تأثر معاملات الأسواق التقليدية على الأسعار بصورة كبيرة لقلّة الصفقات التي تعقد بها ولأنها تشكل في مجموعها عمليات متفرقة، نجد أن معاملات بورصات السلع تأثر بدرجة كبيرة على الأسعار لأن الصفقات التي تعقد فيها تكون كبيرة ومركزة ومتكررة.
- العلاقة بين البائع والمشتري: ففي الغالب تكون هذه العلاقة مباشرة في الأسواق العادية، إلا أنها تكون غير مباشرة في بورصات البضائع حيث تتم الصفقات عن طريق الوسطاء والسماسرة.

¹ - محمد عبد الحليم عمر، مرجع السابق، ص 07.

² - سعد بن علي بن تركي الجلود، سوق السلع الدولية، أطروحة دكتوراه، جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية، الرياض، 2012، ص 32.

³ - محمد عبد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل بها، منظمة المؤتمر الاسلامي، دبي، 2005، ص 06.

3- أهداف بورصة البضائع: تهدف بورصة البضائع إجمالاً إلى إيجاد بيئة مناسبة لكل المتعاملين بالسلع وبالتالي فهي تهدف إلى:

- تسهيل التقاء اطراف العملية التجارية مما يساعد على فتح قنوات تصدير إضافية؛
- توفير السلع اللازمة والمتميزة وذلك طبقاً لاحتياجات السوق؛
- توفير قدر كبير من البيانات التي تبين احتياجات الأسواق من السلع سواء محلياً أو عالمياً؛
- تعمل بورصة البضائع على تمكين المتعاملين فيها من القيام بإجراء التعاقدات المستقبلية إضافة إلى الصفقات الآنية (الفورية)، وذلك على المستوى المحلي أو العالمي؛
- جعل أسعار السلع أكثر استقراراً.

4- المنفعة الاقتصادية لبورصة البضائع: يكمن الهدف من إحداث بورصات للبضائع في القضاء على المساوئ المرتبطة بالتعامل في الأسواق التقليدية و إدخال إمكانيات التغطية ضد تقلب أسعار السلع محل العقد. حيث تسمح بورصات البضائع باكتشاف الأسعار ونقل المخاطر وتشجيع الاستثمار وتطوير الاقتصاد

- إيجاد سعر عالمي لهذه السلع: أن أسواق السلع الدولية ومن خلال آلية العمل بها القائمة على التقاء قوى العرض والطلب تتيح إيجاد سعر عالمي للسلع محل التعامل سواء في الوقت الحاضر أو المستقبلي، وخاصة في ضوء تقدم وسائل المواصلات والاتصالات، التي يمكن أن تعمل على تسوية فروق الأسعار بين سوق وأخرى بصورة سريعة، من خلال عملية الموازنة المستمرة، وهو ما يمكن اعتباره وسيلة فعالة لإيجاد سعر عالمي لهذه السلع عند حدوث التوازن بين العرض والطلب.
- التغطية ضد مخاطر تغير الأسعار: تكمن الفائدة الرئيسية من بورصات البضائع في السماح للمتعاملين من حماية أنفسهم ضد تقلبات الأسعار مستقبلاً ، لذلك يلجأ هؤلاء إلى أسواق العقود لتغطية حاجاتهم بعقود مستقبلية بسعر محدد ما يجنبهم مخاطر تغير الأسعار.¹
- تشجيع الاستثمار: مما سبق ذكره فإن بورصة البضائع تسمح بتجنب التحركات المفاجئة في الأسعار، وتوفير السيولة والانتظام في التداول، هذا ما يدفع المستثمرين للاتجاه نحو الاستثمار في هذا النوع من الأسواق و علاوة على ذلك، و استناداً لمنطق تنوع المخاطر، يختار العديد من المستثمرين الاستثمار في المواد الأولية خاصة لحماية أنفسهم من المخاطر التضخمية كما أن

¹ - محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سابق ص 13.

الأسواق المنظمة مقننة بشكل كبير و هذا عموما ما يثمنه بشكل كبير المستثمرون لأنه يشكل ضمانات في إطار الاستثمارات الطويلة المدى.¹

• تحسين التمويل: يعتبر التمويل أبرز النقط لأي نوع من الأنشطة ذات الصلة بالمواد الأولية كلما كانت الأحجام ذات أهمية و بالتالي، فتحسين نجاعة الأسواق و شفافية الأسعار و اللجوء إلى أسواق التغطية ضد المخاطر على الخصوص، ساهمت في زيادة التمويلات الممنوحة من قبل البنوك فوضعيات البنك كطرف مقابل في العملية تجعله أكثر استعدادا لتمويل السفن الحاملة للمواد الأولية بالنسبة للمنتجات المتداولة في الأسواق الدولية. و في الواقع، للقيمة السوقية المنتوج سعر معروف و شفاف يستفيد المتدخلون أيضا من أفضل شروط التمويل نظرا للتعرض للمخاطر بنسبة أقل إضافة إلى ذلك، يقدم أيضا التمويل فرص جديدة للاستثمار بالنسبة للمتدخلين

5- المتدخلون في بورصة البضائع: ونذكرهم فيما يلي:²

1-5- الأعضاء الأساسيون: وتمنح العضوية لمن يريد التعامل من المنتجين والموزعين والشركات التجارية وشركات التصدير والاستيراد والسماسة وذلك وفق الآتي:

- يدفع العضورسوماً عالية لإدارة البورصة للتمتع بحق العضوية.
 - يشترط أن يكون لديه رأس مال عامل لا يقل عن حد أدنى حسب قانون كل بورصة.
 - يفتح حساب جاري لدى إدارة البورصة بمبلغ معين (يكون جد مرتفع) للتعامل عليه.
- وفي مقابل كل ذلك يتمتع العضو بتخصيص مكان له في البورصة (محطة متاجرة) وممثل مقيم لإدارة المعاملات. وله حق البيع والشراء مباشرة دون وسيط، ولهم حق الترشح لمجلس إدارة البورصة كما لهم حق التصويت في الاجتماعات العامة.

2-5- الأعضاء المساعدون: وهم من ليس لهم حق التعامل المباشر وإنما يتعاملون من خلال الوسطاء (السماسة) وليس لهم حق الترشح لمجلس إدارة البورصة كما ليس لهم حق التصويت، ولكنهم يتمتعون بميزة تخفص الهوامش ونسبة العمولة مثل الأعضاء الأساسيين.

3-5- السماسرة: وهم الوسطاء الذين تتم بواسطتهم عمليات البيع والشراء بين المتعاملين مقابل عمولة بصفتهم وكلاء عنهم.

¹ - أسواق المواد الأولية، منشور تعليمي صادر عن مجلس القيم المنقولة لبورصة الدار البيضاء، المغرب 2013، ص 13.

² - محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص 08-07.

4-5- بيت التسوية: وهو جهاز في البورصة يتألف من أعضاء السوق، يتولى مسئولية ضمان تنفيذ الصفقات، حيث يتم إنشاء صندوق ضمان يتم تمويله بجزء من الرسوم التي يحصل عليها من أطراف التعاقد، ويتابع حركة التعاقد خطوة بخطوة ويدفع أي التزامات يتخلف أي متعامل عن أدائها.

5-6- المتعاملون العاديون: وهم أي شخص أو مؤسسة أو بنك يريد التعامل في السلع الدولية ويجب أن يتم تعامله من خلال سمسار أو عضو رئيسي.

ثالثا: آلية العمل في بورصة البضائع

تعمل معظم الأسواق المنظمة وفق مجموعة من القواعد واللوائح والآليات التي أصبحت من المسلمات البديهية لإنجاح عمل أي سوق، وسوق السلع كغيرها من الأسواق نجدها تستوجب ذلك أيضا، فهي في حقيقة الأمر عبارة عن مكان مركزي لالتقاء تجار السلع وفق أسلوب منظم وقواعد شفافة ومحددة بوضوح، والتي تعمل من خلال آلية عمل تسمح بأقصى قدر من التنافس الفعال، إضافة إلى إمكانية وجود هؤلاء التجار في أي وقت، إذ أن مفتاح نجاح السوق هو جمع أكبر عدد ممكن من المشتريين والبائعين في آلية سوقية واحدة بطريقة فعالة منخفضة التكاليف، ولكي يتم هذا يجب أن يعمل السوق وفقا لقواعد أساسية معينة ومع أنواع معينة من الممثلين، إن هذه الخصائص أو أشكال العمل هي ما يميز بورصة السلع عن سوق الجملة المركزي النموذجي أو سوق التعامل الآجل التقليدي. ونظرا للطبيعة الخاصة التي تتميز بها سوق السلع، فإننا نجدها تعمل ضمن آلية عملها التي تقتضي:

1- وجود قواعد تختص بما يتم الاتجار به من سلع في البورصة، والتي تنظم:

- تحديد مستوى جودة السلعة؛

- تحديد أسعار السلع؛

- العلاقات التعاقدية الملزمة بين ممثلي السوق (المزارعين، التجار، المصنعين، والمستهلكين).

2- وجود مكان للتبادل تتم فيه المتاجرة بالسلع، هذا ويتم تنظيم وتقسيم مكان التبادل حسب أنواع السلع.

3- يتم تحديد أسعار السلع وفقا لظروف العروض والطلبات، ولا دخل للسوق في تحديد أو تثبيت أسعار السلع التي يتم المتاجرة بها.

4- تطبق السوق نظاما معينًا للمزايدة لتنفيذ عملياتها، والتي تتم من خلال عرض جميع عروض البيع وطلبات الشراء لكافة المتعاملين بطريقة شفافة ومنخفضة التكاليف.

- 5- لضمان الالتزام بقواعد عمل السوق فإن السوق تعمل بنظام المتاجرة الذي يعتمد على العضوية.
- 6- تعتمد عضوية السوق على قدرة العضو على الالتزام بقواعد السوق وتحقيق معايير معينة تحددها السوق، هذا وتعتبر عضوية السوق غير مجانية، إذ تتضمن رسوم سنوية إضافة إلى سعر أولي يدفع من قبل العضو نظير المكان الذي يشغله في ساحة السوق.
- 7- يتم تنفيذ جميع المعاملات في السوق من خلال الوسطاء الحاصلين على الترخيص الذي يخولهم القيام بمهنة الوساطة في سوق السلع.
- 8- تفرض لوائح وتوجيهات السوق عادة أن يستخدم أعضاؤها نماذج العقود التي أعدتها، والتي تضمن:
- إعداد عقود موحدة من الصعب التوصل إليها من خلال المفاوضات الخاصة؛
 - تحقيق أقصى استفادة للطرفين؛
 - تحقق التفاهم التام بين طرفي العقد.
- هذا ويطلب الأعضاء بالتقيد والالتزام الصارم بالشروط والأحكام المنصوص عليها في العقود والاحتفاظ بسجلات مناسبة لعملياتهم وصفقاتهم والخضوع أيضا للقواعد التأديبية للسوق.
- 9- تشمل الشروط والنصوص التي تتضمنها معظم العقود التي تصدرها أي سوق عادة ما يلي:
- وصف السلعة وصفا شاملا ذلك بشهادة المنشأ ورقم الشهادة إذا كان ذلك مناسبا؛
 - الكمية بالقنطار أو الطن أو الطن المتري أو معايير القياس الأخرى المقبولة؛
 - الجودة أو النوعية وفقا للمقاييس المعتمدة بموجب القوانين واللوائح أو من قبل الوكالة الحكومية المختصة أو وفقا للمعايير المطبقة في سوق السلع؛
 - السعر متضمنا ضريبة القيمة المضافة وكافة الضرائب القانونية الأخرى؛
 - موعد وشروط التسليم؛
 - تكاليف التخزين والمناولة والتأمين؛
 - اسم الوسيط؛
 - عواقب عدم الوفاء بالالتزامات.

المحور الثالث

المحور الثالث: الإطار النظري للسلع الدولية (السلع الأساسية)

تعتبر السلع الأساسية أو ما يعرف بالسلع الدولية هي المادة الأولية للتعامل في بورصة البضائع، وهي عبارة عن سلع لها مواصفات وشروط معينة، تتداول وفق أساليب ونظم محددة، لذلك لا يمكن الفصل بين طبيعة هذه السلع وطبيعة الأسواق التي يتم تداولها بها، والأساليب والنظم التي تحكم هذا التداول، لذا سوف نتطرق من خلال هذا المحور إلى مفهوم ومواصفات السلع الأساسية، وكيفية التعاقد عليها مع بيان الفرق بينها وبين البيوع الدولية، كما سنعرض بالتحليل في هذا المحور إلى آثار التعامل بالسلع الدولية.

الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- تمكين الطالب من التعرف طبيعة ومواصفات السلع الأساسية مع فهم الفرق بينها وبين باقي السلع الاقتصادية الأخرى؛
- تعريف الطالب بكيفية التعاقد على هاته السلع، وتبيان الفرق بين التعاقد عليها والبيوع الدولية،
- تحليل الآثار الاقتصادية النافعة والضارة للتعامل بالسلع الدولية.
- تعريف الطالب بأهم أسواق السلع الدولية (بورصات البضائع)، وأنواع السلع المتخصصة في المتاجرة بها.

أولاً: مفهوم السلع الأساسية

السلع الأساسية هي سلع لها مواصفات وشروط معينة، ويتم تداولها من خلال أسواق أو بورصات متخصصة، ووفق أساليب ونظم محددة، لذلك لا يمكن الفصل بين طبيعة هذه السلع وطبيعة الأسواق التي يتم تداولها بها، والأساليب والنظم التي تحكم هذا التداول.

1- تعريف السلع الأساسية:

من حيث المصطلح: هو ترجمة للكلمة الإنجليزية Commodity بمعنى بضائع أو سلع وهي كلمة لها استخدامات اقتصادية أخرى، غير أن الاستخدام العام للكلمة يعنى به السلع الدولية، وبإضافة كلمة Exchange التي تعنى في اللغة الإنجليزية «التبادل» يوجد مصطلح «Commodity Exchange» الذي يترجم بالعربية سوق أو بورصة البضائع أو بورصة السلع الدولية¹

أما من حيث المفهوم الاصطلاحي، فإن السلع الدولية: «هي السلع التي يتم تداولها في أسواق السلع العالمية المنظمة بإشراف هيئات حكومية ومن خلال وسطاء متخصصين يتولون التنسيق بين طلبات البيع وطلبات الشراء باستخدام عقود نمطية تشتمل على الشروط المختلفة للتداول مع النص على زمن التسليم ومكانه»¹.

وتعرف أيضا «السلع الأساسية على أنها سلع معينة ذات خصائص محددة يتم التعامل عليها بيعا وشراء بصور معينة في البورصات العالمية، وتحت إشراف إدارة البورصة والإشراف الحكومي على البورصات باستخدام عقود نموذجية (نمطية) وإجراءات متعارف عليها»²

ومع دقة هذه التعريفات إلا أنه يجب إيضاح النقاط التالية:

- السلع التي تتداول في هذه السوق هي سلع خاصة معينة؛
- السوق المنظمة يعنى بها البورصة تمييزاً لها عن السوق العادية؛
- ليس في كل الأحوال يتم التعامل من خلال وسطاء لأن أعضاء البورصة يمكنهم التعامل مباشرة لحساب أنفسهم بدون وسطاء؛
- التعامل في البورصة له صوراً خاصة لا تتم في البيوع العادية.

¹- محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص2.

²- المرجع السابق ص3.

2- مواصفات السلع الأساسية: من أهم الشروط التي يجب توافرها في سلعة معينة حتى يمكن أن نصنفها بأنها سلعة أساسية ما يلي:¹

أ - تجانس وحدات السلعة: وهذا يقتضي أن تكون السلعة من المثليات التي لا تتفاوت وحداتها تفاوتاً كبيراً يؤثر على التعامل بها، حيث يجب أن يكون لها مثل في السوق، ويسمح هذا أن تحل أي كمية منها مكان أخرى من ذات النوع.

ب- القابلية للترتيب (التميط): وذلك بأن تكون السلعة قابلة للتصنيف أو الترميط في درجات من حيث الكمية والجودة والمواصفات، وذلك حتى يمكن التعامل على هذه السلع في شكل عقود نمطية (متماثلة).

ج- كبر حجم التعامل: وذلك بأن يكون حجم العرض والطلب على هذه السلع كبيراً، وهو ما يحقق السيولة لسوق هذه السلع، ويعمل على تيسير المعاملات.

د- غير قابلة للتلف السريع: وذلك حتى يمكن تخزين السلعة لمدة أطول دون أن تتعرض للتلف.

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

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

أ - المعادن: مثل الألومنيوم، والنحاس، والزنك، والقصدير، والنيكل، بلاتينيوم، الرصاص، والذهب والفضة والبلاتين، والمعادن المركبة من معدنين والنفط ومشتقاته مثل زيت التدفئة والجازولين والغاز الطبيعي.

ب- المحاصيل والمنتجات الزراعية (الحبوب) والأغذية: مثل الذرة والقمح والقطن والكاكاو والبن والأرز والشعير والصويا والسكر، والفسق والبندق واللوز والمشمش المجفف وجوز الهند، وعصير البرتقال وزيت الصويا والبطاطا والبصل.

ج- المواشى واللحوم .

د- سلع أخرى مثل الخشب والمطاط.

¹ بالاعتماد على:

- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 84-85.
- منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ص 234.

ثانياً: الفرق بين السلع الدولية والبيوع الدولية

مصطلح البيوع الدولية أعم من مصطلح السلع الدولية، وهذا ما يظهر في المقارنة التالية بينهما:¹

1- صفة الدولية في البيوع الدولية وحسبما جاء في اتفاقية فيينا* يحكمها معياران:

أحدهما شخصي: وهو تواجد مركز أعمال المتعاقدين في دولتين مختلفتين؛

والثاني موضوعي: يتعلق بالصفقة وهو يتطلب توافر أحد ثلاثة ضوابط هي:

- اقتران البيع بعملية نقل البضاعة من دولة إلى أخرى.

- الاتفاق على شروط البيع يكون في دولتين مختلفتين.

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

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

2- محل البيع في البيوع الدولية هو جميع السلع بينما محل البيع في السلع الدولية سلعا محددة ذات مواصفات وخصائص ذكرناها فيما قبل.

3- أن السلع الدولية لا يتم التعامل فيها إلا في البورصات (السوق المنظمة)، أما البيوع الدولية فلا تحدد مكاناً خاصاً للبيع.

4- أنه في البيوع الدولية وفي الغالب الأعم يتم التعامل مباشرة بين البائع والمشتري، فهي عقود شخصية لا يتم تداولها، بينما في السلع الدولية يتم التعامل من خلال الوسطاء ويتم تداولها مرات عديدة في البورصات.

ثالثاً: التعاقد على السلع الدولية

التعاقد على السلع الدولية يتم كالاتي:

¹ - محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص 03.
* - اتفاقية الأمم المتحدة بشأن "عقد البيع الدولي للبضائع" المعروفة باتفاقية فيينا 1980 المعدة بواسطة لجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي "الانسترا".

1-كيفية إبرام العقد: يتم إبرام العقد كالتالي

- إن التعامل في بورصات السلع الدولية يتم من خلال الوسطاء (السماسرة) ماعدا الذين يتمتعون بعضوية البورصة -و وعددهم قليل - فيمكنهم التعاقد بأنفسهم مباشرة وبالتالي فالسماسرة يتعاقدون بصفتهم وكلاء بأجر - عمولة - عن البائعين والمشتريين، ويمكن أن يكون السمسار وكيلاً عن كل من البائع والمشتري في ذات الصفقة، كما يمكن أن يكون أصيلاً عن نفسه بائعاً أو مشترياً ووكيلاً عن الطرف الآخر.
- لا توجد عقود مكتوبة في عمليات السلع الدولية بل توجد وثائق ملكية للسلعة المباعة في صورة حسابات إلكترونية للعميل يسجل فيها ما يشتريه أو يبيعه إلى جانب إذن تسليم البضاعة أو شهادة المخزن*.
- تتولى إدارة البورصة إجراءات التعاقد في حالة البيع المستقبلي وهو الغالب سواء التعاقد الأصلي أو التعاقدات العكسية المتتالية من خلال وثائق الملكية التي لا يذكر فيها اسم البائع أو اسم المشتري حيث لا توجد علاقة مباشرة بين البائع والمشتري وإنما تتم العملية في صورة حسابات إلكترونية تعبر عن المراكز المالية لكل عميل.

2- محل العقد: ويتمثل في كل من السلعة والتمن وفيما يلي البيانات عن كل منهما في حالة السلع الدولية:

- السلعة: من حيث:

✓ الكمية والمواصفات: يتم التعامل كما سبق القول على أنواع محددة من السلع بصور نمطية من حيث الكمية والمواصفات في صورة عقد موحد، مثال ذلك فإنه في بورصة لندن للمعادن يتم التعامل على الألمونيوم صفة العقد فيه كالاتي:

- حجم اللوت* : 25 طن مع معامل تغير + 2%.
- الشكل: قوالب وزنها 12 - 26كلغ ، أو قضبان وزنها 750 كلغ.
- درجة النقاوه 99.7% على الأقل.

فمن يريد أن يشتري عقداً لا يمكنه التعامل على أقل من هذه الكمية، أما من يريد الشراء 50 طناً فيتشري عقدين، وثلاثة عقود لـ 75 طناً وهكذا..

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

*- معنى اللوت هو أقل عدد من الوحدات أو الذي يمكن التعامل بها في البورصات بمختلف أنواعها سواء كانت للسلع أو الأوراق المالية أو العملات.....

نشير في هذا الصدد إلى أن إلى شيوع وحدات قياس خاصة في بورصة البضائع نذكر أهمها فيما يلي:¹

- الأونصة الترويضية (Troy Ounce): هي وحدة لقياس وزن المجوهرات والمعادن النفيسة يعتقد بأن تسميتها جاءت بعد استخدامها كوحدة لقياس الوزن في المعرض السنوي لمدينة ترويس بفرنسا في العصور الوسطى، وهي تساوي 31.04 غرام
- البوشل (Bushel): هو مكيال للحبوب وغيرها يساوي ثمانية كالونات.
- الكالون (Gallon): هو وحدة لقياس حجم السائل أو سعة الشيء الذي يخزن فيه ذلك السائل، يعادل في بريطانيا 4.55 لتر، وفي الولايات المتحدة 3.79 لتر.
- الباوند (Pound): هو الرطل الانكليزي ويساوي حوالي 453 غرام

✓ من حيث تسليم السلعة: من المعروف أنه يوجد نوعين من التسليم (القبض) تسليم فعلي مادي وذلك بنقل السلعة المباعة إلى المشتري وحيازته لها، وتسليم (قبض) حكمي، ويكون بنقل الملكية والتمكن من التصرف، والذي يحدث في بورصات السلع الدولية أن التسليم الفعلي المادي يكون أقل من 2%. والتسليم الحكمي هو الغالب حيث يعطى المشتري سند ملكية في صورة إذن تسليم أو شهادة مخزن ومع مراعاة أن هذا السند يظل عادة لدى السمسار حتى وقت تصرف المشتري في السلعة تفيد بأن له كمية من السلع بمواصفات معينة في مخزن معين، وهذا في حالة البيع الحاضر أما البيوع الآجلة وهي الغالبة فإن التسليم للسلع فيها يكون في المستقبل فيتحدد في وثائق الملكية التاريخ المستقبلي للتسليم يحدد بصورة نمطية.

✓ من حيث وجود السلع محل التعامل: إن السلع الدولية موجودة في المخازن المسجلة عالمياً، ولكن قد يتم إبرام عقود بيع بكميات أكبر من الموجود منها (البيع على المكشوف) وعلى الأخص في العقود المستقبلية التي تمثل النسبة الغالبة حوالي (98%) من العقود وذلك اعتماداً على أنه لا يتم في العادة تسليم السلع وإنما تجرى عملية تصفية للعقود بعقود معاكسه.

✓ حدود المعاملات: يتم تحديد الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون في حوزة مستثمر واحد وذلك للحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يعهد إليها بعض المتعاملين.

¹ - ميثم ربيع هادي الحسناوي، محمد علي ابراهيم العامري، أساسيات عقود مستقبلات السلع مع التركيز على عقود مستقبلات النفط الخام، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد 21، جامعة كربلاء، 2008، ص 26.

● الثمن: وتتناوله على الوجه التالي:

✓ نوع العملة التي يتم بها التسعير ودفع الثمن: وهي في الأصل الدولار الأمريكي ويمكن التعامل في بعض البورصات بعملات بديلة محددة كالين الياباني - والإسترليني الإنجليزي - واليورو الأوروبي.

✓ السعر: قابل للتفاوض طبقاً لظروف العرض والطلب وطريقة وموعد دفع الثمن.

✓ حدود الأسعار: بما أن التعامل في بورصات السلع الدولية يقوم على أساس جني فروق الأسعار ومن أجل أن لا يستغل المضاربون الفرصة ويتلاعبون بالأسعار لجني المزيد من فروق الأسعار، لذلك تفرض البورصات حداً أقصى للتغيرات السعرية كل يوم بحيث إذا زاد أو نقص السعر عن هذا الحد في يوم ما توقف البورصة التعامل حتى اليوم التالي، ويختلف الحد المقرر في كل بورصة، فهو على سبيل المثال في بورصة لندن للمعادن محدد لكل المعادن (أدنى تغير للسعر 50 سنت أمريكي لكل طن) وفي بورصات شنغهاي حددت تعليمات الأسعار بالنسبة لمعادن النحاس والألمونيوم والرصاص والزنك بها (+3%) وللخارصين والنيكل (+2%).

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

ومن ذلك يتضح أنه في حالة العقود الآجلة بنوعها لا يتم دفع الثمن أصلاً لأن مصير العقد هو

التصفية والمحاسبة على فروق الأسعار.

رابعاً: أهم العوامل الرئيسية المحركة لأسعار السلع الأساسية

خلال العقود القليلة الماضية، أدى النمو الاقتصادي العالمي إلى تحفيز نمو سوق السلع. ومع زيادة إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية، لجأ العديد من المتداولين إلى أسواق السلع بحثاً عن فرص تجارية جديدة. ونظراً لأن سوق السلع ينطوي على تقلبات عالية تؤثر على استراتيجيات التداول التي يستخدمها المتداول. فهناك عدة عوامل وراء هذه التقلبات الشديدة التي يشهدها سوق السلع الأساسية، منها: العرض

والطلب، وتغير أسعار العملات، والمواقف الجيوسياسية، والسياسات الحكومية، وايضاً النمو الاقتصادي نتناولها فيما يلي:¹

1- العرض والطلب تتغير اسعار السلع، بتغير معدل الطلب عليها. والقاعدة الأساسية تقول إن أسعار السلع ترتفع كلما ارتفع الطلب عليها. كما ترتفع اسعار السلع أيضا عند حدوث انخفاض في إجمالي المعروض أو المخزون منها، والعكس صحيح، فقد ينخفض سعر السلعة حين يقل الطلب عليها، وتزداد الكميات المعروضة منها

2- تغير أسعار العملات عادة يتم تسعير السلع بالدولار الأمريكي. ومع ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي وانخفاضه، يرتفع سعر السلعة وينخفض، على سبيل المثال ، إذا ارتفع الدولار ارتفاعا حادا مقابل سلة العملات الرئيسية كما يوضح لنا مؤشر الدولار الأمريكي، فقد يؤثر هذا على انخفاض أسعار السلع مثل النفط الخام ، وايضا منتجات الطاقة والمعادن الثمينة والمنتجات الزراعية الأخرى. وبكل تأكيد، لا تعمل الأسواق بشكل موحد، لذا يجب مراعاة هذه العوامل الخارجية عند التداول

3- المواقف الجيوسياسية: تنتج بعض السلع في مناطق تعاني من الغموض السياسي. على سبيل المثال، ينتج النفط الخام بكميات كبيرة في بلدان تقع بالقرب من منطقة الشرق الاوسط ، وهذا يعني أن سعر خام برنت، وخام غرب تكساس الوسيط قد يتأثر بشدة بالتوترات التي تحدث تلك المنطقة التي تعاني من صراع تاريخي. وعلى سبيل المثال، حين تفرض الولايات المتحدة الأمريكية عقوبات اقتصادية على إيران، يرتفع التداول في سوق النفط الخام؛ وذلك للنقص في المعروض الناجم عن عدم ضخ إيران للنفط في السوق

4 - النمو الاقتصادي يؤثر ازدهار أي بلد على سعر السلع، وذلك لأن الرخاء الاقتصادي للبلد يعكس القوة الشرائية لسكانها. ويكون التأثير جلياً إذا كان البلد المعني بلدا من البلدان الرئيسية في انتاج هذه السلعة، أو من البلاد الرئيسية المستهلكة لها. مثال جيد هو حالة فنزويلا. على الرغم من كونها دولة نقت أو من البلاد الرئيسية المستهلكة لها. مثال جيد هو حالة فنزويلا. على الرغم من كونها دولة نفط كبيرة ، فقد أضرت الحكومة بصناعة النفط في البلاد بسبب نقص الاستثمارات والفساد والعجز المالي. وهذا بدوره أدى إلى شل الاقتصاد وتسبب بتخضم كبير، علاوة على ذلك ، أدت العقوبات الاقتصادية المفروضة على فنزويلا إلى زيادة تقييد إنتاج النفط وتصديره ومدخوله في البلاد .

¹ - عبد القادر أوزال، محاضرات في بورصة البضائع، جامعة البليدة 2، 2020، ص 07-08.

5 - العوامل الطبيعية للعوامل الطبيعية أيضاً دوراً حاسماً في تحديد أسعار السلع الأساسية، وخصوصاً في القطاع الزراعي. فقد ينتج عن الطقس الجيد محصولاً وفيراً، مما يؤدي إلى زيادة حجم المعروض من السلع، في حين أن الأحوال الجوية السيئة تؤدي إلى تدمير المحاصيل، مما يؤدي إلى نقص في المعروض من هذه السلع في السوق. كما يمكن أيضاً أن تؤثر الظروف الجوية السيئة على سعر النفط الحراري، والغاز الطبيعي في السوق. فقد تؤدي موجة البرد لزيادة الطلب على منتجات الطاقة، وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الطاقة

6 - تكاليف النقل والتخزين على الرغم من أن تكلفة النقل لا تشكل عاملاً رئيسياً في تحريك أسعار السلع الأساسية، على سبيل المثال، قد تتضاعف ناقلات النفط الخام التي تستخدم كحاويات تخزين في أوقات العرض الزائد، وهذا الإجراء قد يؤثر على إخراج الناقلات المتاحة من سوق النقل، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات أسعار الشحن

خامساً: آثار التعامل بالسلع الدولية

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

- فالمضاربة **Speculation** تعنى بيع وشراء لا حاجة لهذه السلعة ولكن للاستفادة من فروق الأسعار وعادة لا يتم تسليم ولا تسلم للبديلين والتعامل بها يكون في عقود مستقبلية.
- أما التحوط أو الوقاية **Hedging** فهي بيع وشراء كمية متساوية من نفس السلعة في نفس الوقت، وذلك بأن يبرم الشخص عقد شراء مستقبلي لسلعة ما ولحمايته من انخفاض الأسعار عند التصفية أو التنفيذ يبيع عقداً مستقبلياً مماثلاً، أو العكس، فهو عقد مستقبلي مضاد للعقد المستقبلي الذي أبرمه.

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

2- التحليل الاقتصادي للتعامل في السلع الدولية:

يعني بالتحليل الاقتصادي للتعامل في السلع الدولية تحديد الآثار المفيدة والنافعة والآثار الضارة، وفي هذا المجال تجدر الإشارة إلى أن واقع بورصات السلع الدولية تقوم على البيوع الآجلة بشكل أساسي يعادل حوالي 98% من المعاملات التي تتم فيها، وأن المعاملات الحاضرة لا تمثل سوى 2% ويتم بعضها عن طريق البيع على المكشوف والشراء بالهامش، لذا فإن الاقتصاديين حينما يتناولون عملية التحليل الاقتصادي ينظرون إلى هذا الواقع وهذا ما سنذكره في الآتي¹:

2-1- الآثار المفيدة اقتصادياً للتعامل في السلع الدولية: وتتلخص في الآتي:

- تفيد المشتري الذي يحتاج إلى سلعة معينة وذلك بالتعاقد على شراء السلعة الآن بسعر محدد يجنبه مخاطر تذبذب ارتفاع أسعارها في المستقبل، ولا يكون ملزماً بدفع كامل الثمن بل يقتصر الأمر على دفع الهامش الذي يقدر بنسبة من قيمة العقد.
- تفيد البائع الذي يبيع السلعة بسعر محدد على أن يسلمها في المستقبل وتجنبه مخاطر تذبذب الأسعار نحو الانخفاض وبما يضمن له تصريف بضاعته قبل إنتاجها.
- تفيد المضاربين الذين يفتنمون الفرص ويضاربون على تقلبات الأسعار بجنى الأرباح من فروق الأسعار.
- تعمل على إحداث توازن بين العرض والطلب نظراً لاستمرارية السوق والسيولة التي تحدثها.

2-2- الآثار الضارة اقتصادياً للتعامل بالسلع الدولية: ويمكن تلخيصها في الآتي:

- إن التعامل في بورصة السلع الدولية هو في حقيقته تعامل في الاقتصاد النقدي وليس الاقتصاد الحقيقي، فمن المعروف أن الاقتصاد بشكل عام يدور حول إشباع الحاجات الإنسانية من الموارد المتاحة التي يتم استخدامها في إنتاج السلع، وبالتالي فالوظائف الرئيسية للاقتصاد الحقيقي هي كل من: الإنتاج والاستهلاك، ونظراً لأنه لا يمكن للفرد أن يملك ما يحتاجه ولا يمكنه إنتاج كل السلع التي يريدتها لذلك وجدت وظيفة التبادل بيعة وشراء والتي تستخدم فيها النقود، وبالتالي فوظيفة النقود الأساسية هي المساعدة في إتمام عمليات التبادل، وأي حركة للنقود في المجتمع لا بد أن يترتب

¹ - محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص 12-13.

عليها حركة أو تدفق سلعي في مجال الإنتاج أو الاستهلاك، وبمعنى آخر لا بد أن تكون تحركات النقود تابعة لتحركات الموارد أو السلع في توجيهها إلى الإنتاج أو الاستهلاك، والتعامل في السلع الدولية لا يحقق ذلك حيث تتم معاملات متكررة على سلع ثابتة في المخازن العالمية وتتحرك النقود حولها بيعا وشراء بقصد الحصول على فروق الأسعار، فحقيقة التعامل في السلع الدولية هو تعامل على حركة الأسعار، والبيع والشراء للسلع عملية صورية والذى يتحرك هو أوراق ومستندات ممثله في شهادات المخازن وحتى هذه تظل لدى السماسرة لا يستلمها المشتري أو البائع، وبالتالي فإن أغلب المعاملات في أسواق السلع الدولية لا يترتب عليها قيمة مضافة للاقتصاد القومي وإنما هي عملية تحويلات وتغيير المراكز المالية للمتعاملين.

- بما أن المضاربين هم عماد السوق وأن هدفهم الأساسي كسب فروق الأسعار لذلك فإنهم يمارسون كل السبل لإحداث تقلبات في الأسعار لصالحهم على حساب ما يسمون بالقطيع والرعاع من المتعاملين غير الأعضاء في البورصة ويسلكون كل السبل حتى ما يعرف بالممارسات غير الأخلاقية. ولذا، فإن الادعاء بأن التعامل في الأسواق المالية عامة له أسس تقوم على ضوابط محكمة وإشراف فعال يعمل على حصول كل طرف على حقه، مردود بما يحدث في الواقع من أزمات متتالية في البورصات العالمية أضاعت الكثير من أموال المتعاملين فيها وأفلستهم ولقد أظهرت التحقيقات التي تمت حول هذه الأزمات أن السبب الرئيسي فيها هو الممارسات غير الأخلاقية من البيع الصوري واحتكار المحترفين والمضاربين واستغلال ثقة المتعاملين ... إلى جانب الصور التي تتم بها المعاملات وخاصة البيع على المكشوف والشراء بالهامش والتعامل في المشتقات لدرجة أن البعض شبه البورصات بصالات القمار.
- إن معنى الاستثمار الحقيقي هو الإضافة الرأسمالية للاقتصاد والتعامل في السلع الدولية لا يتحقق فيه معنى الاستثمار بهذا المفهوم.
- تقوم السوق في مجملها على التعامل بأكثر من طاقتها ويظهر ذلك في الأساليب الأكثر في مجال التعامل مثل الشراء بالهامش حيث لا ثمن كامل يدفع والبيع على المكشوف والبيع المستقبلي حيث لا سلعة ففي البورصة يمكنك أن تشتري بدون أن تدفع وأن تباع بدون أن تحوز.
- أغلب المتعاملين في السلع الدولية ليست لهم حاجة للسلع ولا يقصدون إلى استلامها بل يراهنون على تغيير الأسعار لجنى فروق الأرباح وهذه مقامرة وليست بيعا وشراء.

سادسا: أهم بورصات البضائع العالمية

يوجد العديد من السلع الأساسية المتداولة في بورصات عالمية متخصصة نوضح أهمها في الجدول

التالي:

جدول رقم (01): جدول يوضح أهم بورصات البضائع العالمية وطبيعة السلع المتداولة فيها

أبرز الأسواق		
بنرت - زيت الغاز	بورصة انتركونتينتال ICE بالولايات المتحدة الأمريكية	الطاقة
الخفيف الخام - الغاز الطبيعي - زيت التدفئة	بورصة نيويورك للتجارة NYMEX	
النحاس - الرصاص - الزنك - الألمنيوم - القصدير	بورصة لندن للمعادن LME	المعادن (غير الحديدية والتمينة)
الذهب - الفضة - البلاتين	بورصة نيويورك للسلع COMEX	
القمح - الذرة - الصوجا المركبة	مجلس شيكاغو للتجارة CBOT	الزراعة
القمح - الذرة - الصوجا المركبة	مجلس كنساس سيتي للتجارة KBT	
القمح - الذرة - الصوجا المركبة	أورونكست باريس ENP	
السكر - القهوة - القطن - عصير البرتقال	مجلس نيويورك للتجارة NYBOT	المواد الخفيفة
القهوة - السكر الأبيض - الكاكاو	أورونكست LIFFE	

المصدر: أسواق المواد الأولية، منشور تعليمي صادر عن مجلس القيم المنقولة لبورصة الدار البيضاء، المغرب، 2013، ص 07.

المحور الرابع

المحور الرابع: العمليات الفورية في بورصة البضائع

التعاملات الفورية في بورصة البضائع، هي التعاملات التي تتم على سلع حاضرة بالمخازن العالمية المسجلة بالبورصات ويتم فيها استلام المثلث وتسليم الثمن عند التعاقد أو بعد فترة قصيرة جدا، وتوجد فيها ثلاث أنواع شائعة وواسعة الاستخدام هي الشراء بكامل الثمن، الشراء بالهامش، والبيع على المكشوف. سنتطرق لها بنوع من التفصيل في هذا المحور.

الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- تمكين الطالب من التعرف على أساليب تنفيذ الصفقات في بورصة البضائع مع ذكر أمثلة تقربه أكثر إلى الواقع؛
- تمكين الطالب من التفريق بين التعاملات العاجلة والتعاملات الآجلة؛

أولاً: مفهوم العمليات الفورية في بورصة البضائع

العمليات الفورية هي الأسلوب الذي يتم التعامل به في أسواق السلع الدولية الحاضرة، حيث يتم بيع وشراء سلع موجودة فعلاً في المستودعات والمخازن والموانئ، جاهزة للنقل، ويستطيع المشتري معاينتها قبل الشراء للتعرف على مدى مطابقتها مواصفاتها للشروط المطلوبة قبل تحرير العقد.

والعمليات الفورية قد تنصب على التعامل نقداً والتسليم الفوري للبضائع محل التعامل، أو تنفذ بعد فترة قصيرة في العادة تقدر بـ T+3، وعلى العموم فشروط هذه العمليات تخضع لقوانين كل سوق. ويمكن تحديد أهم سمات هذا الأسلوب في التالي¹:

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

¹ - محمد عبد المنعم أبو زيد، مرجع سابق، ص 07-08.

ثانياً: الشراء بكامل الثمن

1-تعريف الشراء بكامل الثمن: يعرف هذا الأسلوب كالاتي: "الشراء بكامل الثمن هو أسلوب للتعامل الفوري يتم فيه تسليم المبيع وتسليم الثمن بعد الانتهاء من التعاقد مباشرة أو بعد مدة قصيرة، وبعد ابرام الصفقة يقوم سمسار البائع بتسليم المبيع الى سمسار المشتري الذي يسلم بدوره سمسار البائع الثمن وتتم هذه الاجراءات عن طريق إدارة السوق ويدفع المشتري كامل الثمن من ماله الخاص"¹.

2-مزايا وعيوب التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن للتعامل بعقد الشراء بكامل الثمن عدة مزايا من جهة، وعدة مساوئ وعيوب من جهة أخرى، هاته المزايا والعيوب نذكرها على النحو الآتي²:

1-2- مزايا التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

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

2-2- عيوب التعامل بعقد الشراء بكامل الثمن:

- قد يفوت تحقيق أرباح من فرص استثمارية أخرى؛
- الدفع الكلي لثمن الصفقة، يحرم المشتري من الرافعة المالية التي توفرها له العقود الأخرى؛
- عندما تكون قيمة الصفقة كبيرة جداً، قد يتعذر على المشتري تمويلها.

ثالثاً: الشراء بالهامش

1-تعريف الشراء بالهامش: يتمثل الشراء بالهامش في تمويل جزء من صفقة الشراء نقداً، والجزء الثاني من الصفقة يمول بقرض من الوسيط يدفع عنه المشتري فوائد بموجب اتفاق بينهما، بشرط رهن السلعة المشتراة لدى الوسيط كضمان للقرض. ويتم الشراء بالهامش عادة عندما يعتقد المشتري أن سعر السلعة منخفض ويتوقع ارتفاعه في الآجال القريبة، وتحدد نسبة الهامش بواسطة إدارة البورصة.

¹- فتحي سليم، زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، الطبعة الثانية، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 11.

²- محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص: تجارة دولية وإمداد، جامعة البويرة 2021، ص66-67.

يوفر السمسار ذلك الجزء الذي يقرضه لعميله، إما باستخدام تلك السلعة المرهونة لديه في الاستقراض بضمائها من المصارف، ولكن بسعر فائدة أقل، وإما بإقراضه من الأرصدة الدائنة لعملائه المتراكمة لديه، وإما بإقراض السلعة المشتراة لغيره من السماسرة الذين يقترضونها لصالح عملائهم القائمين بالبيع القصير.¹

وأما نسبة الهامش، فهي تختلف باختلاف القواعد واللوائح والنظم الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات، ففي بورصة نيويورك حدد نسبة 50٪ منذ عام ١٩٣٣م، ولم يختلف الأمر عنه كثيراً حتى الآن، ونتيجة لأهمية الدور الذي يلعبه التعامل بالهامش في السوق الأمريكية يتم تحديد نسبة التعامل به في بورصة نيويورك، ارتفاعاً وانخفاضاً عن طريق المصرف الفيدرالي الأمريكي، وذلك لتنظيم الائتمان والتحكم في نشاط السوق المالية.²

وللهامش نوعين:

الهامش المبدئي: ويتمثل في نسبة مئوية معينة من القيمة الإجمالية للصفقة، هذه النسبة تمول بواسطة قرض يحصل عليه الوسيط لصالح المستثمر وذلك بضممان السلعة، ويدفع الهامش المبدئي في اليوم الأول فقط.

هامش الوقاية (الصيانة): و يتمثل هذا الهامش أيضاً في صورة نسبة مئوية تحدد عادة بموجب اللوائح التي تضعها إدارة البورصة، ويدفع هذا الهامش إذا انخفض رصيد المشتري عن حد معين، فيطالبه الوسيط بمبلغ إضافي لضمان قرضه.

تتم عملية الشراء بالهامش وفقاً للآلية التالية:³

- يقوم المتعامل بفتح حساب لدى الوسيط يطلق عليه حساب التعامل بالهامش،
- يضع المتعامل في الحساب أعلاء مبلغاً يمثل التمويل الذاتي له، ويكون بمثابة هامش الأمان بالنسبة للوسيط.
- يتولى الوسيط تمويل الجزء الباقي من الصفقة بأموال يحصل عليها من مصادره التمويلية؛
- تتم الصفقة بعد ذلك بحيث تبقى السلعة المشتراة محجوزة لدى الوسيط

¹ - شعبان إسلام محمد البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، 2001، ص 187.

² - المرجع السابق، ص 188.

³ - وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، أطروحة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، 2009، ص 23.

- يبقى الهامش (التمويل الذاتي) مفتوحا لدى الوسيط ما دام المركز غير مغلق وذلك لاستخدام الرصيد لتغطية خسائر العميل
 - يدفع المتعامل للوسيط فائدة عن المبالغ المقرضة منه لإتمام الصفقة
 - يجري تحديد نسبة الهامش (التمويل الذاتي) المشار إليه إلى مجموع قيمة الصفقة وفق الظروف السائدة في البورصة، وطبيعة العلاقة التي تربط المتعامل والوسيط، وكذلك طبيعة السلع الممولة ودرجة تقلبها.
- 2- طريقة التعامل بالهامش: المستثمر الذي يرغب في التعامل بالهامش يدفع جزء من الصفقة والباقي يدفعه السمسار كقرض على المشتري* بفائدة ثابتة، ويتوقف نصيب كل من الطرفين في دفع المبلغ على نسبة الهامش المحددة من قبل السلطات المالية للبورصة. ويسمى المبلغ الذي يدفعه المشتري رصيد المشتري (Equity). أما المبلغ الذي يدفعه السمسار فيسمى رصيد المدين (Debit balance) أو الهامش (Margin)، وهو ثابت لا يتغير إلا بتغير نسبة الهامش.

مثال: مشتري يريد شراء قمح بقيمة \$ 10 000، فإذا كانت نسبة الهامش تقدر بـ 50 % فهذا يعني أنه سوف يدفع \$ 5 000، والباقي من المبلغ يقرضه له السمسار بفائدة ثابتة إضافة للعمولة والمصاريف الأخرى، وإذا كان السعر الحالي للقمح هو \$ 20 / للطن، فإن وضعية الشراء الأولية كالتالي:

سعر السوق السائد \$ 20 / للطن	قيمة الصفقة \$ 10 000 (\$ 20 . 500 طن)
رصيد المدين (الهامش)	5 000 (% الهامش 50)
رصيد المشتري	5 000 (% الهامش 50)

- إذا ارتفع سعر السوق إلى \$ 22 / للطن، في هذه الحالة سوف يكون رصيد كل من المدين والعميل كالتالي:

سعر السوق السائد \$ 22 / للطن	قيمة الصفقة \$ 11 000 (\$ 22 . 500 طن)
رصيد المدين (الهامش)	5 000 (% الهامش 50)
رصيد المشتري	6 000 (% الهامش 50)

* - السمسار يشتري البضاعة وتبقى مرهونة لديه إلى غاية سداد القرض.

وبارتفاع سعر السوق ارتفعت قيمة رصيد المشتري والفرق بين الرصيد الحالي والرصيد الأولي يسمى علاوة رصيد المشتري حيث:

$$\text{العلاوة} = \text{الرصيد الحالي} - \text{الرصيد الأولي} = 6\,000 - 5\,000 = \$ 1\,000$$

يحق للمشتري الاستفادة من هذه العلاوة إما بسحبها نقدا إذا أراد التسوية مع دفع الفوائد والعمولة:

أو الاستفادة منها في شراء كمية إضافية من القمح، وفي هذه الحالة تكون لها قدرة شرائية مضاعفة تسمى قوة الشراء، وتحسب كالتالي:

$$\text{قوة الشراء BP}^* = \text{علاوة رصيد المشتري} / \% \text{الهامش}$$

تكلمة المثال السابق: في حالة إعادة شراء القمح بهذه العلاوة كم طنا يمكننا الشراء بها؟

قوة الشراء = $0.5/1\,000 = 0.5$ وبالتالي يمكن شراء ما قيمته $\$ 2\,000$ من القمح، أي حوالي 91 طن، حيث أن الشراء بالهامش يلزم المدين إكمال عملية الاقراض إذا ما أراد العميل إعادة شراء القمح بقيمة العلاوة. وهكذا كلما ارتفع سعر السوق كلما ربح المشتري.

- إذا انخفض سعر السوق إلى $\$ 18$ / للطن، في هذه الحالة سوف يكون رصيد كل من المدين والعميل كالتالي:

سعر السوق السائد $\$ 18$ / للطن	قيمة الصفقة $\$ 9\,000$ ($\$ 18 \cdot 500$ طن)
رصيد المدين (الهامش)	5 000 (%الهامش 50%)
رصيد المشتري	4 000 (%الهامش 50%)

نلاحظ أن رصيد العميل انخفض مع انخفاض قيمة القمح السوقية، وبالتالي فهو مطالب بدفع $\$ 1\,000$ إذا أراد أن يصفي حسابه إضافة للفوائد والعمولة. لكن السمسار لا يمكنه مطالبته الآن ما لم يصل رصيد العميل إلى $\frac{1}{4}$ من من رصيد السمسار (هذه النسبة متعارف عليها في مجلس شيكاغو للتجارة CBOT* وتختلف حسب قوانين كل بورصة).

* Buying Power.

* Chicago Bord Of Trade

فإذا أصبح رصيد العميل أقل من ربع رصيد المدين يقوم السمسار بتقديم طلب يسمى طلب الكفالة. ولو طبقنا هذه النسبة في مثالنا السابق فإنه لو وصل رصيد العميل إلى أقل من \$1250 فإن السمسار يقوم بتقديم طلب الكفالة.

- تكملة المثال السابق: نفترض أن سعر السوق انخفض إلى \$12/للطن. وفي هذه الحالة سوف يكون رصيد كل من المدين والعميل كالآتي:

سعر السوق السائد 12 \$/للطن	قيمة الصفقة 6 000 \$ (12 \$. 500 طن)
رصيد المدين (الهامش)	5 000 (%الهامش 50%)
رصيد المشتري	1 000 (%الهامش 50%)

في هذه الحالة يصدر السمسار طلب الكفالة، وهو طلب مبلغ يوصل رصيد العميل إلى 25% رصيد المدين، (يعني على الأقل يدفع \$250 حتى يرتفع رصيد العميل إلى \$ 1 250 . وهذا إذا نزل سعر السوق أكثر فالسمسار يطلب هامش آخر، حينئذ يجب على العميل أن يقرر إما استمرارية دفع الكفالة، أو ان يصدر أمر البيع لسمساره لبيع بضاعته ليووقف خسارته عند ذلك الحد.

استنتاج:

- في حالة ارتفاع سعر السوق، الشراء بالهامش يضاعف من ربح العميل ويضمن للسمسار قرضه والفائدة عليه إضافة إلى عمولته؛
 - في حالة انخفاض سعر السوق يتعرض العميل لخسارة مضاعفة، ولكن وضعية السمسار تبقى ثابتة، فليديه بضاعة مرهونة لتأمين قرضه ويأخذ فائدته وعمولته.
- والجدول التالي يوضح حالة العميل عند التعامل بالنقد وعند التعامل بالهامش

/	سعر القمح	رصيد العميل	الكمية المشتراة	التعامل نقدا	التعامل بالهامش
الوقت الحالي	\$10	\$1000	طن 100	شراء 100 طن بقيمة \$ 1000 وهو رصيد العميل	\$ 1000 رصيد المدين \$ 1000 رصيد العميل شراء 200 طن بـ \$ 2000
انخفاض السعر السوقي	\$ 8	\$ 1000	طن 100	ينخفض رصيد العميل بـ \$ 200 ليصبح \$ 800	\$ 1000 رصيد المدين \$ 600 رصيد المدين خسارة مقدارها \$ 400 إضافة للفائدة والعمولة
ارتفاع السوقي	\$ 12	\$ 1000	طن 100	رصيد العميل \$ 1200 وبالتالي يحقق ربح بمقدار \$ 200	\$ 1000 رصيد المدين \$ 1400 رصيد المدين ربح يضاف لرصيد العميل يقدر بـ \$ 400

3-مزايا وعيوب التعامل بالهامش:

1-1- مزايا التعامل بالهامش: لأسلوب المتاجرة بالهامش العديد من المزايا تتمثل في:

- يوفر هذا الأسلوب للمستثمرين المجال لتوسيع نطاق استثماراتهم وزيادة القوة الشرائية لها وذلك من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي، إذ يمكن المستثمر الذي يتعامل بهذا الأسلوب أن يستخدم المبالغ النقدية المحدودة التي يمتلكها في القيام بصفقات كبيرة.
- يمكن هذا الأسلوب المستثمر من أن يحقق معدل عائد أعلى على رأس ماله المملوك، فبناء على توقعات المستثمر لارتفاع الأسعار، فإن إنجاز العملية بهذه الطريقة تمنحه مزايا الرفع المالي، حيث يستخدم التسهيل الائتماني المقدم من الوسيط في تمويل الشراء، وعند ارتفاع قيمة السلعة المشتراة بمعدل يفوق فائدة الاقتراض، فإن المستثمر يحقق ربحا يزيد على ما يحققه في حالة الشراء النقدي وبالتالي زيادة معدل العائد المتوقع على الاستثمار
- توفير المرونة والاتساع إذ أن انتشار هذا الأسلوب وما رافقه من الارتفاع الهائل في قيمة الصفقات المالية المتبادلة فيه زاد من كفاءة تلك الأسواق.

1-2- عيوب التعامل بالهامش: يتميز التعامل بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيه، ففي سياق العلاقة

المتعارف عليها التي تربط بين عائد الاستثمار من جهة والمخاطر المقبولة من جهة أخرى، وهي علاقة طردية، فإن على المستثمر الذي يرغب في الحصول على عائد أعلى من استثماراته أن يكون في الوقت نفسه على استعداد لقبول مستوى أعلى من المخاطرة، إذ أن تحقيق أرباح إضافية لا يتم الا بتحمل مخاطر إضافية ومن المخاطر التي يمكن للمستثمر أن يواجهها:¹

¹- وليد مروان عليان، مرجع سابق، ص 26-27.

- من الممكن أن يحقق المستثمر خسائر تتجاوز قيمة استثماره المبدئي.
 - على المستثمر أن يستعد دائما لإيداع هامش الصيانة في حالة تلقيه أي مطالبة من شركة الوساطة.
 - في حال عدم قيام المستثمر بتلبية متطلبات شركة الوساطة فإنه يمكن أن تقوم الشركة ببيع جزء من أو كامل السلع المرهونة لديها دون استشارته.
 - يعمل أسلوب المتاجرة بالهامش على زيادة حجم تعاملات السوق بشكل عام، الأمر الذي قد يؤدي لحدوث مشاكل هيكلية في السوق في حالة هبوط الأسعار بشكل كبير
 - يتحمل المستثمر فوائد نتيجة اقتراضه، مما سيؤثر على إجمالي ما يحققه من عائد على الاستثمار.
- وقد كان من أحد أسباب أزمة الكساد الكبير سنة 1929م التي شهدته أسواق الأوراق المالية العالمية أنذاك هو التوسع في الشراء بالهامش، ويظهر تأثيره السلبي عندما تبدأ الأسعار بالهبوط، فحينئذ يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بهوامش الصيانة، فإن عجزوا عن السداد، باع السماسرة الأوراق المالية والسلع المودعة لديهم كضمان، وبيع السماسرة لتلك الأوراق تتعرض الأسعار لمزيد من الهبوط، إذ تزداد أوامر البيع ويقل المشترون مما يؤدي إلى انهيار الأسواق.¹

رابعا: البيع على المكشوف

يوجد في الاصطلاح الاقتصادي لفظ البيع القصير والبيع الطويل، وليس المقصود من الطول أو القصر المدة الزمنية، وإنما يتعلق بالهدف من البيع.

فالبيع الطويل هو بيع سلع بعد التملك الفعلي لها، حيث يتوقع العميل في هذه الحالة ارتفاع سعر السلعة مستقبلا، فيقوم بشرائها بسعر منخفض على أمل أن يبيعها بسعر أعلى منه، ويسمى القائمون بالبيع الطويل بالمتفائلين (الثيران Bullish).

أما البيع القصير فهو بيع سلع لا يمتلكها العميل، حيث يقوم باقتراضها من سمساره ثم يصدر إليه الأمر ببيعها محمدا كميته ونوعها على أمل انخفاض سعرها مستقبلا، فيقوم بشرائها من السوق الحاضرة بالسعر المنخفض وردها إلى سمساره محققا أرباحا. ويسمى القائمون بالبيع القصير بالمتشائمين (الدبية Bearish)، والبيع القصير هو مرادف البيع على المكشوف، حيث إذا توقع العميل المضارب أن سعر سلعة ما سوف ينخفض، فإنه يقوم بالبيع على المكشوف، وبما أنه لا يمتلك السلعة التي يريد أن يبيعها، يقوم باقتراضها من سمساره، ثم يصدر إليه أمرا ببيع السلعة المقترضة، وغالبا ما توجد هذه البضاعة عند

¹ - شعبان إسلام محمد البراوي، مرجع سابق، ص 189.

السمسار تكون متعلقة بعملائه الآخرين، فإذا لم تكن موجودة عنده يقوم باقتراضها من سمسار آخر. أما مدة الاقتراض فهي في العادة يوم واحد، يتحدد تلقائياً ما لم ينهه أحد الطرفين، ومن البديهي أن العميل يحاول تمديد فترة الاقتراض حتى تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه. وحينئذ يقوم بشراءها مستفيداً من فارق السعرين، ثم يرجع البضاعة المشتراة إلى سمساره. أما إذا لم تحدث توقعات العميل وارتفعت الأسعار فإنه سيتحمل خسارة كبيرة خصوصاً إذا كانت نسبة ارتفاع السعر كبيرة.¹

ويقتضي البيع على المكشوف وجود مركز قصير يدخل السوق مضارباً على الهبوط، ووجود مركز طويل يدخل السوق مضارباً على الصعود.

يدخل البيع على المكشوف ضمن العمليات العاجلة لأن البائع (صاحب المركز القصير ملزم بتسليم السلعة المقترضة إلى المشتري (صاحب المركز الطويل)، وملزم أيضاً بتسليمها إلى السمسار الذي اقتترضها منه وذلك بشراءها من السوق، سواء تحققت توقعاته أم لا، وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عم يوم واحد في معظم البورصات.

مثال توضيحي: بافتراض أن سعر سلعة ما 50 \$ للوحدة الواحدة ويتوقع العميل انخفاض أسعارها إلى 30 \$ في وقت قريب، فيقوم باقتراض 100 وحدة من هذه السلعة من عند سمساره يصدر له أمر ببيعها بالسعر السائد (50 \$). فإذا صح توقعه ونزل السعر إلى 30 \$، فإنه يصدر أمر لسمساره بشراء هذه الكمية ويرجعها مادام أنه اقتترضها ويحصل على ربح ناتج من فرق السعرين. أما إذا خاب توقعه وارتفع السعر إلى 60 \$ فإنه مضطراً لشراء تلك الكمية من البضاعة بهذا السعر وبذلك يتحمل خسارة تتمثل في الفرق بين السعرين.

• حالة انخفاض السعر إلى 30 \$: الربح = قيمة البيع - قيمة الشراء

$$= (50 \cdot 100) - (30 \cdot 100) = 2000 \text{ $ قبل خصم العمولة والمصاريف الأخرى}$$

• في حالة ارتفاع السعر إلى 60 \$: فإن العميل سيحقق خسارة تقدر بـ

$$= (50 \cdot 100) - (60 \cdot 100) = -2000 \text{ $ إضافة إلى العمولة والمصاريف الأخرى.}$$

ولهذا البيع عيوب لعل أهمها أن جماعات الضغط (المتخصصون، وأعضاء البورصة، وصناع السوق ...) يمكنهم أن يؤثروا على العملية من خلال قيامهم ببيع كميات كبيرة من السلعة على المكشوف لتخفض أسعارها فيقومون بشراءها، ويحفظون بذلك مركزهم دون التعرض لخسائر.

¹ - شعبان إسلام محمد البراوي، مرجع سابق، ص

المحور الخامس

المحور الخامس: العمليات الآجلة في بورصة البضائع

العمليات الآجلة هي تلك المعاملات التي تجري في أسواق محددة تعرف بأسواق العقود، وتتم عن طريق عقود آجلة (مستقبلية) تتعلق ببيع أو شراء سلع معينة غير موجودة فعلا في المخازن، فيتم الاتفاق على السعر و الكمية عند التعاقد ويكون استلام وتسليم البديلين في المستقبل حسب الاتفاق الذي تم في العقد.

سنعرض في هذا المحور بالتفصيل مختلف العقود الآجلة التي تبرم في بورصة البضائع، والتي تتمثل في ثلاث مجموعات رئيسية هي:

- العقود الآجلة Forward contract؛
- العقود المستقبلية Future contract؛
- الخيارات Options.

الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- تمكين الطالب من التعرف على مختلف العمليات الآجلة المبرمة في بورصة البضائع، والتي تشكل 98% من التعاملات؛
- تمكين الطالب من التفرقة بين مختلف عقود العمليات الآجلة؛
- تعريف الطالب بمختلف المتعاملين بهذه العقود؛
- التعرف على كيفية إدارة مخاطر تقلبات الأسعار باستخدام هذه العقود.

أولاً: العقود الآجلة forward contract

1- تعريف العقود الآجلة: العقود الآجلة هي أقدم العقود ظهوراً وهي تمثل التزاماً بشراء أو بيع كمية معينة من سلع معينة في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقاً عند إبرام العقد، ويحقق مشتري العقد ربحاً عندما يكون سعر الأصل محل العقد في السوق الحاضر أعلى من السعر المتفق عليه و المحدد سابقاً عند إبرام العقد وعند حلول أجل الاستحقاق وفي حالة العكس فإنه يحقق خسارة، وهذا إذا لم يتم تنفيذ العقد الآجل قبل حلول تاريخ الاستحقاق.¹

2- خصائص العقود الآجلة: تتسم العقود الآجلة بالخصائص التالية:

- عقود شخصية وبالتالي لا تتداول في بورصة البضائع بل تبرم في السوق الموازي.
- غير قابلة للتداول وبالتالي فإن إنهاء الاتفاق يتطلب وجود شخص أو وحدة تحل محل أحد الأطراف تقبل شروط العقد.
- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان و الناتجة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته.

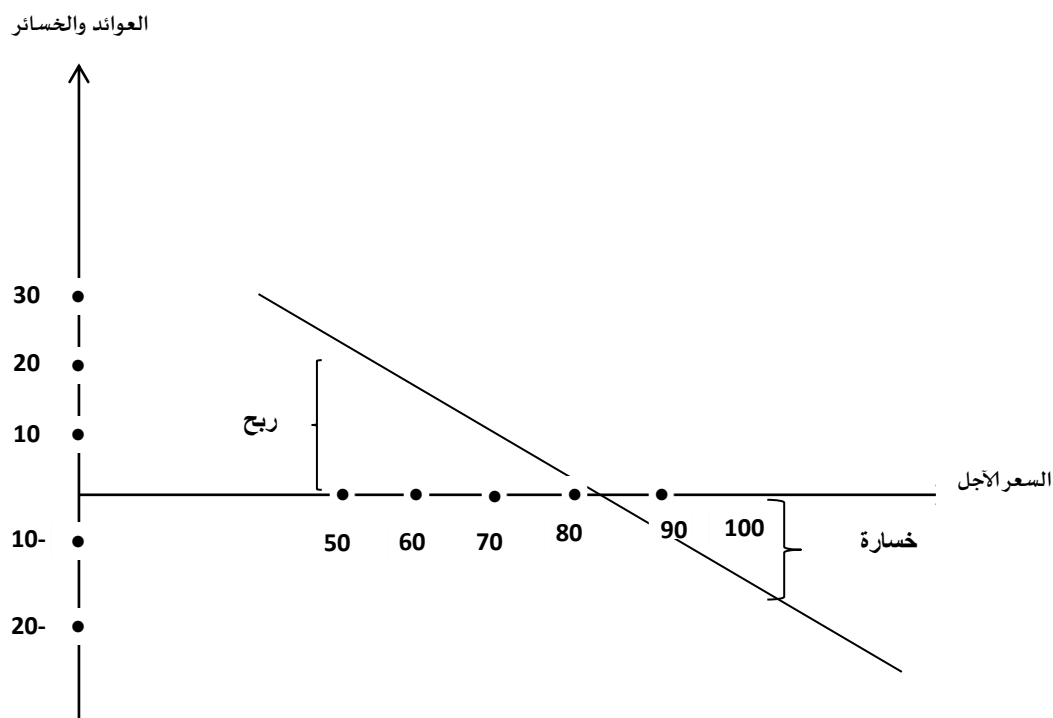
3- مثال توضيحي عن العقود الآجلة:

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

سعر التسليم 80 \$ للأونصة ، الكمية المشتراة 100 أونصة ، تاريخ التسليم بعد 06 أشهر.

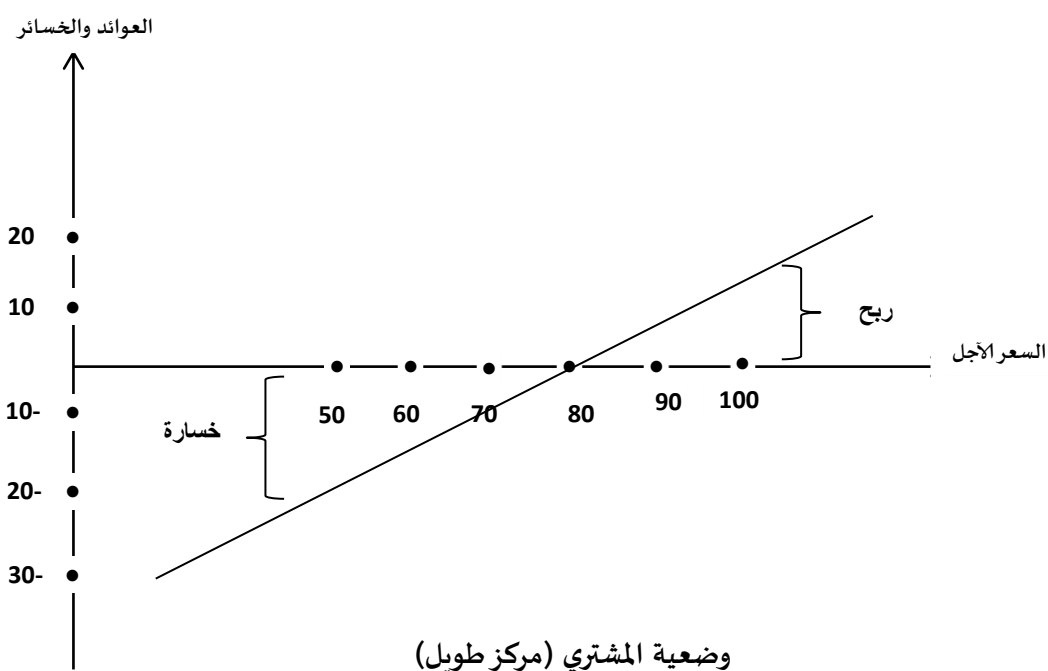
إذا كان سعر الذهب بعد 06 أشهر يأخذ القيم التالية 50\$. \$60، \$80، \$90، \$100 فما هي وضعية البائع و المشتري في كل حالة ؟

¹ - Steve Ambler, les contrats à terme, université du Québec, 2017, p 03.



وضعية البائع (مركز قصير)

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



وضعية المشتري (مركز طويل)

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

ثانياً: العقود المستقبلية future contract

1- تعريف العقود المستقبلية: العقد المستقبلي هو اتفاق نمطي لتبادل سلع معينة من كميات معلومة

وفي تواريخ استحقاق محددة، ويتم التبادل بوساطة غرفة المقاصة التي تكون الوسيط بين طرفي العقد، وتتم التسوية على أساس فروق الأسعار ولا يوجد تسليم واستلام للسلعة محل التعاقد،

2- خصائص العقود المستقبلية: تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:¹

- تتداول في أسواق منظمة؛
- لها شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر ولا تترك هذه العقود مجالاً للتفاوض سوى للسعر عدد العقود؛
- تتم العقود المستقبلية بإشراف غرفة المقاصة لضمان تنفيذ الصفقات؛
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لاستيفاء الأطراف بالتزاماتهم، وإذا قصر أحد الأطراف تقوم هي بالوفاء بعقد ما؛
- يتم إجراء تسوية يومية للسعر، الأمر الذي يعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ومن ثم يتبين ربح أو خسارة أحد طرفي العقد بشكل يومي؛
- تنطوي العقود المستقبلية على عملية إنهاء المراكز والتي تعني الدخول في عملية تداول عكس العملية الأصلية لتجنب الخسائر والخروج بـ 0 رصيد؛
- في العقود المستقبلية يتم تحديد حدود للتحركات اليومية للأسعار وكمثال فقط عن فإن حدود التحركات اليومية للعقود المستقبلية على البترول 0.5 \$

إذا تحرك السعر أسفل يقال عن العقد Limit Down.

إذا تحرك السعر أعلى يقال عن العقد Limit Up..

ويتم في المعتاد توقيف التداول عندما يصبح السعر عند أحد الحدين، ويكون للبورصة سلطة التدخل وتغيير الحدود.

¹ - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2015، ص 92-93.

إن الغرض الرئيسي من سوق العقود المستقبلية هو السماح لأولئك الذين يرغبون في إدارة مخاطر الأسعار (المحوظون) بنقل هذه المخاطر إلى أولئك الذين هم على استعداد لتحمل هذه المخاطر (المضاربون) في مقابل فرصة للربح، لذلك يتم استخدام العقود المستقبلية للتحوط، وإما لكسب الأرباح من تداولها (المضاربة).

يمكن للمنتجين والمصنعين ومديري المحافظ الاستفادة من سوق العقود المستقبلية للتحوط من مخاطر التغير في أسواق السلع التي يحتاجون إليها لشراؤها أو بيعها، وذلك من أجل حماية هوامش أرباحهم. توظف الشركات التحوط من خلال الشراء وذلك لتثبيت أسعار السلع الأساسية التي يرغبون في شراؤها في وقت ما في المستقبل. كما تستخدم لتثبيت سعر بيع منتج سيتم بيعه في المستقبل، وذلك من خلال استخدام التحوط من خلال البيع. من ناحية أخرى ليس للمضاربين مصلحة تجارية في السلع الأساسية وما يحفزهم هو الاحتمالات لتحقيق الأرباح من خلال تداول هذه المنتجات.

3-طريقة التعامل بالعقود المستقبلية: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام التسوية السعرية اليومية، حيث يقوم بيت السمسرة إجراء تسوية سعرية يومية لمراكز العملاء على العقود المختلفة، فلو ارتفع سعر وحدة التعامل في اليوم التالي يكون البائع قد خسر على قدر ذلك الارتفاع، ويكون المشتري قد حقق مكاسب. (والعكس في حالة انخفاض سعر وحدة التعامل)، في هذه الحالة يقوم بيت السمسرة بخصم قيمة الخسارة من حساب البائع وإضافة نفس القيمة إلى حساب المشتري، حيث يتم التعديل ليعكس التغيرات السعرية اليومية، وتتم هذه الاجراءات باتباع نظام الهامش الذي نوضحه فيما يلي¹:

تعريف نظام الهامش: هو نظام صارم لضمان نجاح سوق العقود المستقبلية، من خلال تأمين وفاء جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية بالتزاماتهم وذلك بتقديم ضمان نقدي معين في صورة هامش، ويسري هذا النظام على جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية سواء أطراف العقد أو السماسرة المتعاملين معهم ويتم تقديم الهامش على مرحلتين:

المرحلة الأولى: الهامش الذي يقدمه كل من المشتري والبائع للعقد المستقبلي، لأن كلاً من المشتري والبائع في العقد المستقبلي عليهما التزامات متقابلة وأي تغيرات في الأسعار تكون في مصلحة طرف على حساب مصلحة الطرف الآخر، ويكون الضامن في هذه الحالة السماسرة الذين يتعرضون لخطر عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته، ونتيجة لهذا التخوف يطلب السماسرة من عملائهم ما يلي:

¹ - سميرة محسن ، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية -دراسة حالة BNP PARIBAS ، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2006، ص 69.

هامش مبدئي: يحدده بيت التسوية، ويتمثل في مبلغ نقدي أو ما يعادله من أوراق مالية على درجة عالية من السيولة مثل أذون الخزانة يودعها كل طرف لدى السمسار الذي يتعامل معه والذي لا بد أن يكون من أعضاء السوق، وذلك لاستخدامها لتغطية الخسائر التي قد يتعرض لها.

هامش الصيانة: يمثل الحد الأدنى الذي يجب ألا يقل الهامش المبدئي عنه، ينتج بسبب طلب تلبية رصيد الهامش إذا انخفض الهامش إلى مستوى أقل من هامش الصيانة بسبب تقلبات الأسعار، حيث ينخفض الهامش بمقدار الخسائر ويرتفع بمقدار المكاسب، فإن السمسار يطلب على الفور من العميل أن يرفع رصيد الهامش إلى مستوى الهامش المبدئي وذلك بسداد الفرق نقداً، وفي حالة عدم استجابة العميل بسرعة لهذا الطلب فإن السمسار يقوم بتصفية الحساب حتى لا يتعرض لمخاطر عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته.

المرحلة الثانية كما يحصل السماسرة على هامش مبدئي من عملاء العقود لتأمين عمليات التقاص والوفاء بالتزامات، فإن غرفة المقاصة تحصل بدورها على هامش لتأمين وفاء السماسرة بالتزاماتهم ويتحدد هذا الهامش في ضوء الهوامش المالية وعدد العقود التي تكون لدى السمسار.

4- مواصفات العقود المستقبلية: تستخدم في أسواق المستقبلية السلعية رموزاً للإشارة للعقد وكذا لشهر وسنة تسليمه، وعموماً لكل عقد مستقبليات رمز يتكون من 4 إلى 5 حروف، يشير الحرف أو الحرفين الأولين إلى اسم المنتج، ويشير الحرف التالي إلى شهر انتهاء الصلاحية، ولأن بعض عقود المستقبلية من الممكن أن تتداول لسنوات عديدة في المستقبل لذلك فإن العنصر الثالث في الترميز يشير للسنة، ففي بعض الأحيان يعبر عن السنة بمرتين مثلاً: 18 بمعنى سنة 2018، وفي بعض الأحيان بمرتبة واحدة.¹

جدول رقم (02): رموز وحجوم بعض مستقبليات السلع

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

¹ - تداول العقود المستقبلية على منصة SAXO TRADER، على الموقع: <https://www.home.saxo/ar-mena/>

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

أما عن رموز الأشهر فهي موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (03): جدول يوضح رموز الأشهر في العقود المستقبلية

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

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

5- مثال عن العقود المستقبلية: نفترض أن مستثمرا اتصل بسمساره يوم الاثنين 03 جانفي 2017 لشراء عقدين من عقود عمليات الذهب المستقبلية لشهر جوان 2017 (ترميزها الدولي GCN17) في بورصة نيويورك للسلع COMEX بسعر 400 \$ للأونصة، وحجم العقد هو 100 أونصة مقابل أن يودع أموالا لدى غرفة المقاصة فيما يسمى بحساب الهامش المبدئي (المبلغ الذي يجب إيداعه عند الدخول في العقد) و المقدر بـ 5% من قيمة الصفقة (2000 \$ للعقد = 4000 \$ للصفقة) وفي نهاية كل يوم تداول يتم تسوية حساب الهامش ليعكس مكسب أو خسارة المستثمر.

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

جدول رقم (04): جدول يوضح أسلوب عمل الهامش في العقود المستقبلية

اليوم	السعر الآجل للذهب	المكسب أو الخسارة اليومية	المكسب أو الخسارة التراكمية	رصيد حساب الهامش
				4000
3 جانفي	397	(600)	(600)	3600
4 جانفي	396.1	(180)	(780)	3220
5 جانفي	398.2	420	(360)	3640
6 جانفي	397.1	(220)	(580)	3420
7 جانفي	396.7	(80)	(660)	3340
10 جانفي	395.4	(260)	(920)	3080
11 جانفي	393.3	(420)	(1340)	2660
12 جانفي	393.6	60	(1280)	4060

3700	(1640)	(360)	391.8	13 جانفي
3880	(1560)	180	392.7	14 جانفي
2740	(2700)	(1140)	387.0	17 جانفي
4000	(2700)	0	387.0	18 جانفي
4220	(2480)	220	388.1	19 جانفي
4340	(2360)	120	388.7	20 جانفي
4800	(1900)	460	391	21 جانفي
5060	(1640)	260	392.3	24 جانفي

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

وفي 17 جانفي يهبط رصيد حساب الهامش مرة أخرى عن مستوى هامش الصيانة ويتم إجراء طلب تعليية الرصيد مرة أخرى.

وفي 24 جانفي يقرر المستثمر إما تغطية مركزه باتخاذ مركز قصير في العقدين (أي يدخل كبائع) ويتكبد من خلالها هذا المستثمر خسائر تراكمية قدرها 1640 ، أو المجازفة والاستمرار في العقد إلى غاية تاريخ التصفية (جوان 2017).

جدول رقم (05): جدول يوضح أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	عقود شخصية، يتم التفاوض فيها بين طرفي العقد على شروطها، بما يتفق مع رغبة واحتياجاتها والتي قد لا تتفق مع غيرها.	عقود نمطية، إذ أن جميع بنود العقد عدا السعر والكمية هي بنود نمطية محدد من قبل إدارة السوق وليست محلا للتفاوض.
درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي، وهذا ما يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه دون خسائر.	لها سوق ثانوي، فيمكن التخلص منها في التاريخ الذي يريده طرف العقد.
أطراف العقد	تتم بين طرفين: البائع والمشتري.	تتم بين ثلاثة أطراف: البائع والمشتري وغرفة المقاصة التي تكون وسيطا بينها.
	يظل سعر السلعة محل العقد ثابت خلال فترة العقد، وعند استحقاقه تتم التسوية بين البائع والمشتري، فيدفع هذا الأخير المبلغ الإجمالي للبائع. ولا يتم مراقبة تحركات الأسعار	تتم مراقبة الأسعار يوميا، إذ يعدل العقد كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات السلعة محل العقد ، لذلك يترتب عن العقود المستقبلية تدفقات نقدية قصيرة الأجل، حيث

تسوية العقود	يوميًا، ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد ضرورة لهامش مبدئي .	يتطلب لأمر إيداع هامش من طرف كل من البائع والمشتري، وهذا الهامش يعكس التغيرات اليومية لسعر الأصل موضوع العقد، إذ يعدل حسب تغير سعر العقد وبشكل يومي لضمان المشاركة النهائية .
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل موضوع العقد .	لا يتم عادة إنهاء العقد بالتسليم .
المخاطر	يتعرض طرفي العقد الآجل لمخاطر ائتمان، تنتج عن إمكانية عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته .	تنطوي على مخاطرة ائتمان محدودة، بفضل وجود غرفه المقاصة، وكذا الهامش والتسوية اليومية .
السيولة	أقل سيولة، فلا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله، ويرضى بشروط العقد ويقبله الطرف الآخر.	تتمتع بسيولة أكبر، فيمكن لأي طرف تصفية موقفه في أي يوم شاء، إذ يمكن له أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان كمشتري في العقد يستطيع أن يصفى مركزه بالدخول كبائع في عقد مماثل والعكس صحيح. لأنها العقود نمطية ومحددة الشروط .

ثالثًا: عقود الخيار

1- تعريف الخيارات: الخيار هو اتفاق بين طرفين، يعطي لحامله الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع سلعة معينة بسعر متفق عليه يدعى سعر التنفيذ *Prix d'exercice*، وفي تاريخ استحقاق محدد يسمى تاريخ التنفيذ، مقابل علاوة *Prime* تدفع للبائع عند إبرام العقد، وهي غير قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه .¹

عندما يمتلك حامل عقد الخيار الحق في شراء الأصل محل العقد يسمى العقد بخيار الشراء *option call*، أما في حالة امتلاكه الحق في البيع فيسمى خيار البيع *Option put*.

ويعرف الخيار أيضا بأنه عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو بائع الخيار بإعطاء مشتري العقد أو مالك الخيار، الحق وليس الإلزام في أن يشتري منه أو يبيع له أصل معين، وبسعر معين هو سعر التنفيذ وخلال فترة زمنية محددة أو في تاريخ محدد، مقابل علاوة يدفعها مشتري الخيار لبائعه.²

2- أركان عقد الخيار: أركان عقد الخيار هي:

¹- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقويم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2003، ص 231.
²- منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث: عقود الخيارات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2015، ص 06.

2-1- الطرف الأول: مشتري الخيار أي مالكة، له الحق ليس الالتزام في شراء أو بيع

- مقدار معين من سلعة محددة في العقد:

- بسعر محدد (سعر الممارسة أو سعر التنفيذ)؛

- حتى تاريخ محدد (تاريخ التنفيذ).

2-2- الطرف الثاني: بائع الخيار أي محرر العقد فهو ملزم ببيع أو شراء المقدار المحدد من السلعة محل التعاقد، بسعر التنفيذ المتفق عليه.

2-3- سعر التنفيذ: السعر الذي ينفذ به العقد.

2-4- المكافأة أو العلاوة: مقدار من المال يدفعه مشتري (مالك) العقد لمحرره (بائعه) وهي واجبة الدفع سواء نفذ العقد أو لا.

3- أنواع عقود الخيارات: تصنف الخيارات إلى عدة تصنيفات وحسب عدة معايير تتمثل في:¹

3-1- أنواع عقود الخيار حسب وقت التنفيذ: وتنقسم حسب هذا التصنيف إلى

- الخيارات الأوروبية: في هذا النوع لا يحق للمشتري (الحامل)، المطالبة بتنفيذ الحق إلا بحلول تاريخ الاستحقاق.

- الخيارات الأمريكية: في هذا النوع من العقود يحق للمشتري تنفيذ الحق في أي وقت حتى تاريخ الاستحقاق.

- الخيارات الآسيوية: يختلف عقد الخيار الآسيوي عن الأمريكية والأوروبية في تحديده لسعر التنفيذ، إذ يتم تحديد سعر التنفيذ في عقد الخيار الآسيوي بناء على متوسط أسعار الأصل المضمن في العقد منذ إبرام العقد وحتى تاريخ انتهاء العقد أو ما يسمى بالمتوسط السعري .

3-2- أنواع الخيارات حسب التغطية: وتنقسم الخيارات حسب هذا التصنيف إلى

- الخيار المغطى: وفيها يكون البائع للبضاعة في العقد مالكا لهذه البضاعة محل العقد، أي أنه يستطيع تغطية التزامه بالبيع.

¹ - بالاعتماد على :

- حسين هادي عباس الكندي، استخدام عقود الخيار في التخفيض من المخاطر -دراسة لعينة من أسهم الشركات المتداولة في بورصة العراق للأوراق المالية-، رسالة ماجستير، القادسية، 2019، ص 33-34.

- الخيار غير المغطى: وفيها يكون البائع للبضاعة في العقد لا يملك هذه البضاعة محل العقد، أي أنه لا يستطيع تغطية التزامه بالبيع، وبالتالي فإنه سيضطر لشراؤها من السوق الحاضرة من أجل تنفيذ التزامه.

3-3- أنواع الخيارات حسب الربحية: تصنف إلى

- الخيار المربح
- الخيار غير المربح
- الخيار المتكافئ

ويمكن تلخيص هذا التصنيف في الجدول الموالي:

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار المربح
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار غير المربح
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ

4-3- حسب الغرض من عقد الخيار: تصنف إلى خيار الشراء وخيار البيع وهما النوعين الرئيسيين لعقود الخيار نتناولهما بقليل من التفصيل فيما يلي:

3-5-1- خيار الشراء: وفقا لهذا العقد يحق لحامل الخيار شراء سلعة ما من عدمه، بالسعر المتفق عليه (يكون السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد أو سعر قريب منه) في العقد وفي تاريخ محدد. وحامل الخيار ليس ملزما بشراء السلعة أي تنفيذ الخيار، وذلك مقابل دفع علاوة لمحرر الخيار، وقد يملك محرر الخيار السلعة التي تعاقد على بيعها لحامل الخيار، كما قد لا يملكها.

ويقدم حامل الخيار على الشراء لتوقعه ارتفاع القيمة السوقية للسلعة المتفق على شرائها، أما محرر الخيار فيقدم على بيع الخيار للمشتري لتوقعه بانخفاض القيمة السوقية للسلعة.

فما الذي يحدث إذا تحققت أو لم تتحقق توقعات طرفي عقد الخيار؟

بالنسبة لحامل الخيار: إذا لم تتحقق توقعاته بشأن ارتفاع سعر السلعة فلن يقدم على تنفيذ الخيار، حيث يفضل شراء البضاعة من السوق الحاضرة بالسعر المنخفض، ويتحمل خسارة بمقدار العلاوة. أما إذا تحققت توقعاته وارتفع سعر البضاعة، فسيقدم على تنفيذ الخيار، وتكون أرباحه متمثلة في الفرق

بين القيمة السوقية للبضاعة وقت التنفيذ وقيمتها في عقد الخيار، مخصصا منها العلاوة التي دفعها لمحرر الخيار.

يحقق خيار الشراء حماية لحامله من تقلبات سعر البضاعة، فتضلل خسائره محدودة بمقدار العلاوة أما أرباحه فترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للبضاعة وقت تنفيذ الخيار.

بالنسبة لمحرر الخيار: إذا لم تتحقق توقعاته بشأن انخفاض سعر البضاعة، ومع طلب حامل الخيار تنفيذ العقد، فسوف تكون خسائره هي الفرق بين قيمة السلعة في عقد الخيار وقيمتها السوقية وقت تنفيذ العقد، أما إذا تحققت توقعاته بشأن انخفاض سعر البضاعة فلن يقدم حامل الخيار على التنفيذ، وبالتالي تكون أرباح محرر الخيار بمقدار العلاوة.

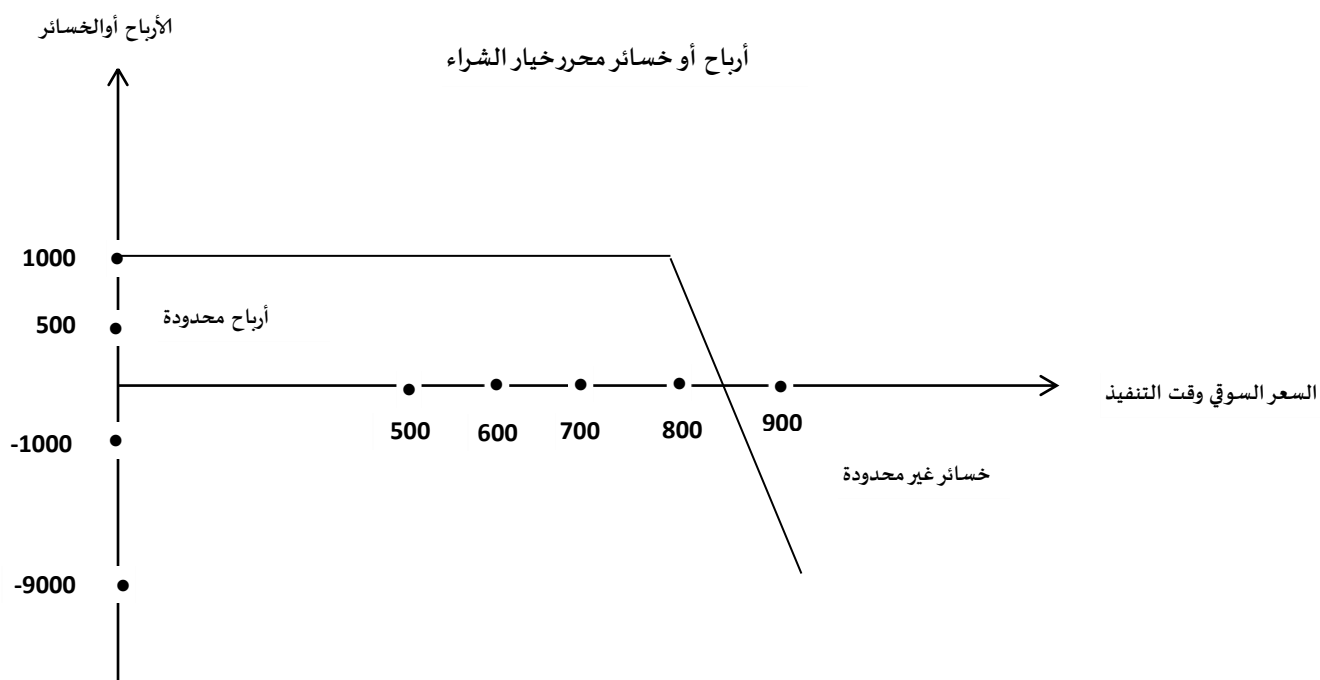
إذا فأرباح محرر الخيار محدودة بمقدار العلاوة، أما خسائره فتزداد بارتفاع القيمة السوقية للبضاعة.

مثال حول خيار الشراء:

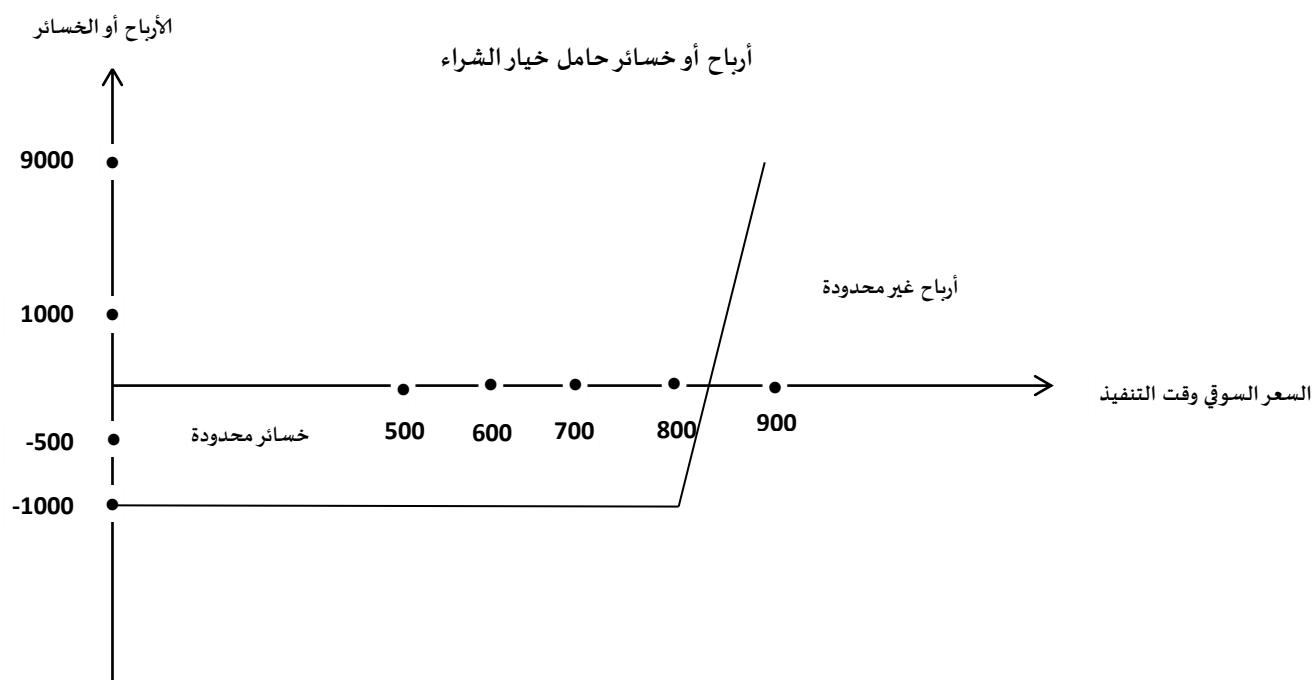
خيار شراء أوربي يعطي لحامله الحق في شراء 100 أونصة ذهب بسعر \$800 لكل أونصة مع علاوة واجبة الدفع تقدر بـ \$1000 (\$ 10 للأونصة)، التنفيذ يكون بعد 03 أشهر، إذا كانت أسعار الذهب السوقية في تاريخ التنفيذ تأخذ القيم التالية: 500-600-700-790-795-800-805-810-820 فما هو موقف حامل الخيار وما هي أرباح كلا الطرفين في ظل الاسعار أعلاه:

السعر السوقى للذهب وقت التنفيذ	موقف حامل الخيار	أرباح أو خسائر حامل الخيار	أرباح أو خسائر محرر الخيار
500	لا ينفذ	(1000)	1000
600	لا ينفذ	(1000)	1000
700	لا ينفذ	(1000)	1000
790	لا ينفذ	(1000)	1000
795	لا ينفذ	(1000)	1000
800	ينفذ أو لا سيان	(1000)	1000
805	ينفذ	500	500
810	ينفذ	00	00
820	ينفذ	1000	(1000)
900	ينفذ	9000	(9000)

والمفهوم يتضح أكثر من خلال الرسمين البيانيين التاليين:



حيث نلاحظ من خلال الرسم أرباح محرر الخيار تكون محدودة بقيمة العلاوة أما خسائره فهي غير محدودة حيث ترتفع كلما ارتفع السعر السوقي للذهب وقت التنفيذ



حيث نلاحظ من خلال الرسم أرباح خسائر حامل الخيار تكون محدودة بقيمة العلاوة أما أرباحه فهي غير محدودة حيث ترتفع كلما ارتفع السعر السوقي للذهب وقت التنفيذ.

3-4-2- خيار البيع: يعطي الحق وليس الالتزام لحامله في البيع من عدمه، لسلعة معينة بالسعر المتفق عليه (يكون السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد أو سعر قريب منه) في العقد وفي تاريخ محدد. مقابل علاوة غير قابلة للرد.

يقدم المستثمر على شراء خيار البيع لتوقعاته بانخفاض القيمة السوقية للسلعة محل التعاقد، أما المستثمر الذي يقدم على بيع خيار بيع (محرر خيار البيع) فإنه يتوقع ارتفاع القيمة السوقية للسلعة محل التعاقد.

وفيما يلي نوضح وضعية كلا الطرفين؟

بالنسبة للمشتري: إذا لم تتحقق توقعاته بشأن انخفاض القيمة السوقية للسلعة محل التعاقد، فإنه سيمتنع عن التنفيذ، مفضلاً بذلك البيع في السوق الحاضرة، وهنا تقدر خسائره بمقدار العلاوة التي يدفعها لمحرر الخيار. أما إذا تحققت توقعاته وانخفضت القيمة السوقية للسلعة فإنه سيقدم على التنفيذ وبيع السلعة لمحرر العقد، وتكون أرباحه ممثلة في الفرق بين سعر التنفيذ المتفق عليه في العقد والسعر السوقي للسلعة في تاريخ التنفيذ مخصوماً منه العلاوة.

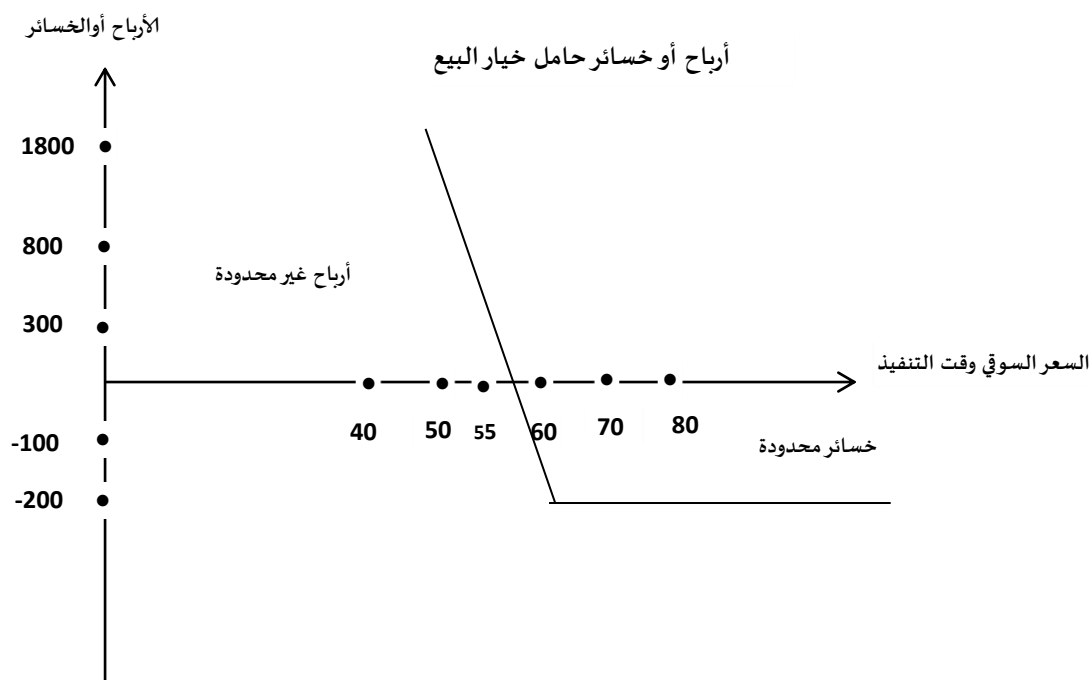
بالنسبة للبائع: إذا لم تتحقق توقعاته بشأن ارتفاع سعر السلعة، ومع طلب المشتري التنفيذ فإن خسائره تتمثل في الفرق بين سعر السلعة المحدد في العقد والسعر السوقي للسلعة في تاريخ التنفيذ. أما إذا تحققت توقعاته وارتفعت القيمة السوقية للسلعة محل التعاقد فإن حامل الحق سيمتنع عن التنفيذ وبالتالي تكون أرباح محرر الخيار محدودة بقيمة العلاوة.

مثال حول خيار البيع:

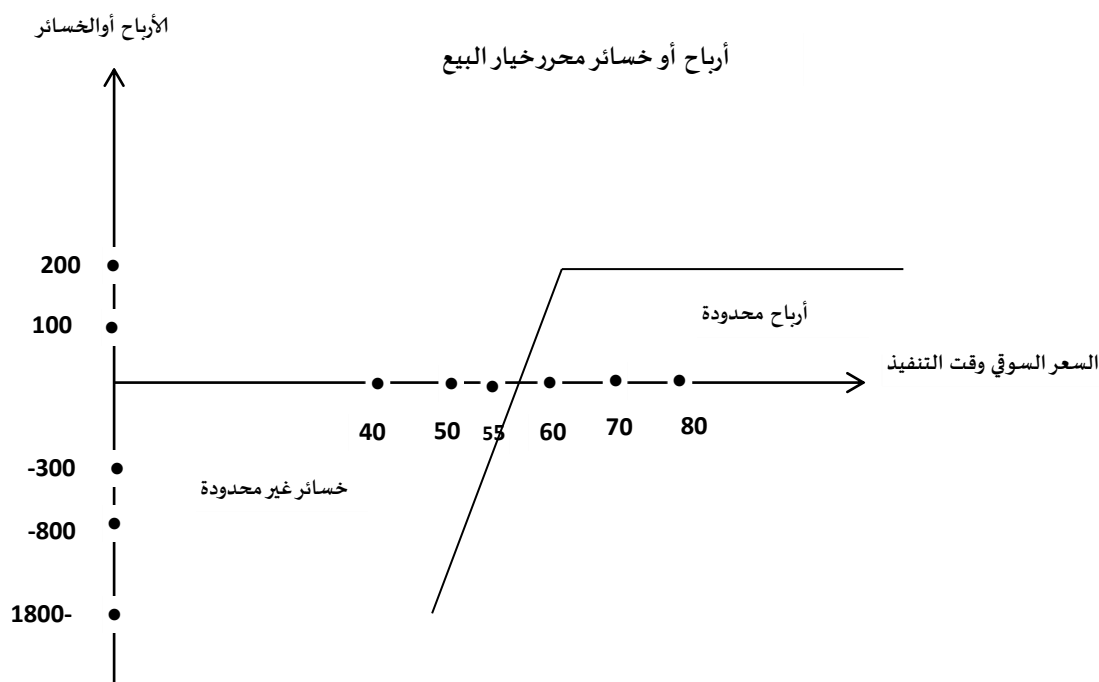
خيار بيع أوربي يعطي لمشتري الحق (حامل الخيار) الحق في بيع 100 برميل من البترول بعد 06 أشهر بـ 60 \$ للبرميل مع علاوة واجبة الدفع تقدر بـ 200 \$ (2 \$ للبرميل) ما هي أرباح وخسائر كل من الطرفين (محرر وحامل الخيار) إذا كان السعر السوقي للبترول وقت التنفيذ يأخذ القيم التالية : 40-50-55-58-59-60-65-70-80 مع ذكر موقف حامل الخيار في تنفيذ العقد من عدمه.

السعر السوقي للبتروول وقت تنفيذ الخيار	موقف حامل الخيار	أرباح أو خسائر حامل الخيار	أرباح أو خسائر محرر الخيار
40	ينفذ	1800	(1800)
50	ينفذ	800	(800)
55	ينفذ	300	(300)
58	ينفذ	0	0
59	ينفذ	(100)	100
60	ينفذ أو لا ينفذ سيان	(200)	200
65	لا ينفذ	(200)	200
70	لا ينفذ	(200)	200
80	لا ينفذ	(200)	200

والرسم البياني الموالي يوضح موقف كل من محرر وحامل خيار البيع



نلاحظ أن خسائر حامل خيار البيع محدودة بقيمة العلاوة، أما أرباحه فهي غير محدودة حيث ترتفع كلما انخفض السعر السوقي في تاريخ التنفيذ عن السعر المحدد في العقد.

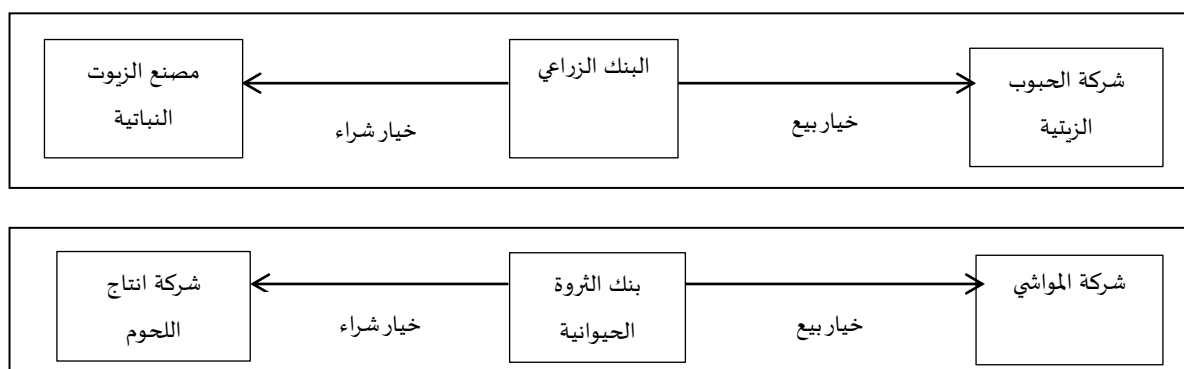


نلاحظ من خلال الرسم البياني أن أرباح محرر خيار البيع محدودة بقيمة العلاوة، أما خسائره فهي غير محدودة، حيث تزداد كلما انخفض السعر السوقي في تاريخ التنفيذ عن السعر المحدد في العقد.

4-تطبيق عقود الخيارات في بورصة السلع وكيفية استخدامها في إدارة المخاطر:

النموذج التالي يوضح خطوات تطبيق عقود الخيارات في بورصة السلع الزراعية وحيوانية وكيفية استخدامها في إدارة المخاطر .

شكل رقم (02): نموذج لعقود الخيار في بورصة السلع



المصدر: إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2015، ص 07.

تتضمن مكونات النموذج ثلاثة أطراف :

4-1- الوسيط : وهي الجهة التي تتوسط بين المنتج والمستهلك للسلع المتضمنة في عقد الخيار، وهذه الجهة ينبغي أن تتوفر لديها إمكانيات التخزين والمعرفة الفنية لمواصفات السلع. في حال السلع الزراعية نرمل هذه الجهة بالبنك الزراعي و في حال الثروة الحيوانية نسميها بنك الثروة الحيوانية. مهمة الوسيط هو إصدار عقود الخيارات للأطراف المعنية مقابل عمولة غير قابلة للاسترداد. يصدر البنك الزراعي خيار بيع حبوب زيتية للمنتج (شركة الحبوب الزيتية) بموجب هذا الخيار يصبح لشركة الحبوب الزيتية حق بيع السلع الزراعية بكميات وبمواصفات محددة في عقد الخيار عند تاريخ تنفيذ العقد (بالنسبة للخيار الأوروبي) أو خلال فترة تنفيذ العقد (بالنسبة للخيار أمريكي). كما يصدر البنك الزراعي في نفس الوقت خيار شراء حبوب زيتية للمستهلك (مصنع الزيوت)، بموجب هذا الخيار يكون لمصنع الزيوت حق شراء كميات محددة وبمواصفات محددة في العقد من البنك الزراعي خلال فترة تنفيذ العقد أو عند تاريخ تنفيذ العقد وفقا لما هو محدد من شروط وسعر تنفيذ للخيار .

4-2- المنتج : هي الجهة التي تقوم بإنتاج السلعة المتضمنة في عقد الخيار، وهذه الجهة تبحث عن ضمان بيع الإنتاج مع محاولة تأمين وضعها المالي من الخسائر المحتملة نتيجة لاحتلال انخفاض أسعار منتجاتها مستقبلا. في حال المنتجات الزراعية نرمل لهذه الجهة بشركة الحبوب الزيتية وفي حال منتجات الثروة الحيوانية نرمل لها بشركة المواشي المتخصصة في تربية وتسمين المواشي. من مصلحة منتج الحبوب الزيتية (شركة الحبوب الزيتية) ارتفاع أسعار الحبوب الزيتية، أما إذا انخفضت أسعار السوق للحبوب الزيتية من الممكن أن تتعرض الشركة لخسائر مالية نتيجة لذلك. لكن من الممكن تجنب هذا النوع من الخسائر إذا كان لديها عقد خيار بيع للحبوب الزيتية. عند ممارسة حق الخيار وبيع المنتج بسعر التنفيذ الأعلى من سعر السوق يمكن تغطية كل أو جزء من الخسائر الناتجة من انخفاض أسعار الحبوب الزيتية، وهكذا يمكن لمنتج أي سلعة التحوط ضد مخاطر انخفاض أسعار منتجاتها من خلال شراء خيار بيع من الوسيط.

4-3- المستهلك : يقوم المستهلك بشراء المنتج الخام الذي تنتجه شركة الحبوب الزيتية او شركة المواشي وذلك بهدف استخدامه كمادة أولية في إنتاجه. يهدف المستهلك ضمان انسياب السلع الخام بالكميات المطلوبة وبأسعار مستقرة أو شبه مستقرة وبالتالي يرغب المستهلك ضمان حماية صافي إيراداته من ارتفاع أسعار المنتج الخام، وهذا يتم من خلال شراء عقد خيار شراء. من مصلحة مستهلك الحبوب الزيتية (مصنع الزيوت) انخفاض السعر السوقي للحبوب الزيتية لأنها تدخل ضمن مدخلات تصنيع الزيوت النباتية. في حال ارتفاع أسعار الحبوب الزيتية من الممكن أن يتعرض مصنع الزيوت لخسائر مالية ولكن عند ممارسة حق خيار الشراء يستطيع شراء الحبوب الزيتية بسعر التنفيذ الأقل من سعر السوق وبالتالي يستطيع تعويض جزء أو كل الخسائر الناتجة من ارتفاع السعر السوقي للحبوب الزيتية، وهكذا يمكن لمستهلك أي سلعة

التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار المواد الأولية التي تدخل في منتجاتها من خلال شراء خيار شراء من الوسيط.

المحور السادس

المحور السادس: المضاربة في بورصات البضائع

تعرف المضاربة على أنها بيع أو شراء صوريان لا بغرض الاستثمار والتملك، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية أو السلع في الأجل القصير جداً، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمضارب هو الاستفادة من فروقات الأسعار.

نستعرض في هذا المحور مفهوم المضاربة في بورصات البضائع، مع بيان الخصائص الرئيسية لها وتوضيح الفروقات الجوهرية بينها وبين الاستثمار والمقامرة، مع ذكر أنواعها.

الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- إبراز مفهوم المضاربة في بورصة البضائع، مع بيان خصائصها الرئيسية؛
- توضيح أوجه الاختلاف بين المضاربة وبعض المصطلحات كالمقامرة والاستثمار،
- ذكر الأنواع الرئيسية للمضاربة.

أولاً: مفهوم المضاربة من الناحية الاقتصادية

1- تعريف المضاربة من الناحية الاقتصادية: عرفت بتعريفات كثيرة، أهمها:

"عملية بيع أو شراء، يقوم بها أشخاص، بناء على معلومات مسببة للاستفادة من الفروق الطبيعية لأسعار السلع، سواء أكانت أوراقاً مالية، أم بضائع".

"بيع أو شراء صوريان لا بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية والدفترية من ناحية أخرى"¹

"المضاربة يقوم بها أشخاص محترفون، يرغبون في الكسب من جراء صحة توقعاتهم في المدى القصير جداً، حيث ينخفض معدل الارتباط بين سعرى السهم السوقى والحقيقى، وكثيراً ما يلجؤون إلى عمليات صورية وحيل وتلاعب، كما لا تخلو هذه العمليات من القمار المبني على التخمين"²

وهذه التعريفات للمضاربة أشارت إلى ما يلي :

- أنها عملية بيع و شراء .
- المقصود منها جني الأرباح .
- السلعة غير مقصودة لذاتها .
- قد تكون فيها مخاطر عالية .
- المدة الزمنية قصيرة جداً،
- أنها تكون (عملية المضاربة) مبنية على معلومات ودراسات، وليست بمجرد تخمين وتوقع، وأطلق بعضهم في التعريف فلم يقيدوها بالعلم والدراسة، وإنما أرجعها إلى التخمين والتوقع .

2- خصائص المضاربة: تتلخص أهم سمات المضاربة فيما يأتي:³

- سرعة حركة التداول: بمعنى استمرارية الشراء والبيع على نفس الأسهم، وبمعدل دوران كبير في وقت قصير حتي يحصل المضاربون في كل دورة على ربح، مما يعظم منافعهم، ويعطي للسوق سيولة أكثر. وهذا الأمر وإن كان يسهم في تنشيط العمل بالبورصة، إلا أنه . في الوقت ذاته . يؤدي إلى التأثير

¹ - سعد بن على بن تركي الجلعود، مرجع سابق، ص 170.

² - أشرف إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، 2006، ص 79.

³ - أشرف إقبال خورشيد، مرجع سابق ص 84.

غير السليم على أسعار السلع، لأنه يجعل أسعارها تتذبذب في وقت قصير، في حين أن العوامل الحقيقية التي تؤثر سعر هذه السلعة لم تتغير.

- قيام المضاربة على المخاطرة: والتي تعني عدم التيقن، وقد تزيد هذه المخاطر إلى درجة المراهنة أو المقامرة، وتكون نتيجة التعامل فيها مجهولة العاقبة.
- تقلب الأسعار باستمرار: وهذا حتى تكون هناك فروق أسعار يحصل عليها المضاربون كريح، وبالطبع فإن هذا التقلب لا يتأتى بالسرعة المطلوبة للمضاربين، وبالتالي فإنهم يعتمدون إلى التأثير على الأسعار لتزيد بنقص العرض، ولتقل (بنقص) الطلب ولو بشكل صوري، وبتابع الممارسات غير الأخلاقية، من استغلال ثقة المتعاملين والاحتكار وغير ذلك.
- التعامل بكميات كبيرة: حيث تسمح بالحصول على ربح كبير، والتحكم في الأسعار لصالح (المضاربين)، وبذلك يسعى المضاربون إلى الاحتكار والتواطؤ بين كبار المتعاملين منهم ليعمل السوق لصالحهم، وهذا أمر ضار. ومما يؤكد ذلك، لجوء المضاربين إلى أساليب البيع القصير، والشراء بالهامش، والخيارات والمستقبليات، بهدف توظيف أموال تزيد كثيرا عن مواردهم، ويهدف تعظيم الكميات التي يتعاملون بها لتعظيم عوائدهم.

ثانيا: المصطلحات ذات الصلة بالمضاربة

هناك بعض المصطلحات الاقتصادية التي تتداخل في المفهوم مع المضاربة نوضحها فيما يلي:

- 1- المضاربة والمخاطرة: يستعمل مصطلح المخاطرة في الميدان الاقتصادي للدلالة على الحدث غير المتوقع الذي يحل بالخطأ المرسومة. تتفق كل من المضاربة والمخاطرة في أنهما تعتمدان على التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار وتحقيق الربح نتيجة لذلك التنبؤ، ولهذا ذهب البعض إلى القول بأنهما متطابقان، إلا أن المخاطرة أعم من المضاربة، فهي توجد في كل الأنشطة التجارية، حيث أن كل معاملة تجارية تتضمن بالضرورة عنصر عدم التيقن حول ما سيحدث في المستقبل، فهذه مخاطرة، يتضمنها العمل التجاري. وأما المضاربة فتعتمد على تغير سعر السوق، فالمساهم في شركة ما يتحمل مخاطر إمكانية تحقيق الشركة لخسائر، وهذه المخاطر تختلف اختلافا واضحا عن تلك المخاطر التي يتحملها المضارب نتيجة تغير الأسعار في البورصة.

هناك علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع، فكلما كانت درجة المخاطرة كبيرة كان العائد أو الخسارة أكبر، ودرجة المخاطرة في المضاربة أكبر من الأنشطة التجارية الأخرى، لأن التاجر يحاول أن يقلل من احتمال الخسارة الفادحة بتقبل عائد متوقع أقل نسبياً، لذلك تكون نتيجة المخاطرة ذات مردود

إيجابي أكثر مما في المضاربة، وبالتالي نخلص إلى القول، بأن المضاربة درجة من درجات المخاطرة التي تقترب أحياناً إلى درجة المقامرة.¹

2- المضاربة والمقامرة: تعرف المقامرة بأنها البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة. ومن هنا جاء انطباع الناس ب+++أن البورصات هي مجرد نوادي للقمار تجمع فيه الثروات الخيالية في غمضة عين، كما أن خسائر كبيرة يمكن أن تحل بالمعاملين في لحظات . إن عنصر المخاطرة يوجد في المقامرة والمضاربة، وكل نشاط تجاري، ولكن في القمار العقود فيه محلها المخاطرة فقط، ولا يتضمن عقد القمار معاملة مفيدة، لأن المقامر يدفع لشراء فرصة للفوز مبلغ أكبر. وأما المضاربة فإنها تتضمن المخاطرة، ولكن لا تعتمد على المخاطرة فقط، بل إن الاحتمالات محسوبة بدقة، ولا تعتمد على الصدفة فقط.

وبالتالي فإن المضاربة مبنية على معلومات دقيقة، تعطي تصوراً صحيحاً عن أسعار السلع، بحيث يكون التداول فيها مبنياً على حسابات دقيقة، وتكون الأسعار الناتجة عن ذلك مبررة من الناحية الاقتصادية أما الإقدام على التداول دون أن يكون ذلك مبنياً على مثل هذه المعلومات، بل يكون الباعث على ذلك الحدس أو التخمين المجرد فإن ذلك يكون مقامرة، حيث أن المقامر لا يبني تعامله على دراسة بل يقدم على التعامل مع الخطر الكبير والغرر البين، اعتماداً على الحظ فقط.²

3- المضاربة والاستثمار: من الممكن التمييز بين المضاربة والاستثمار، باعتبار أن المستثمر يمتلك الأصول سواء كانت مالية أو سلعية توقعاً لارتفاع العائد المتولد عنها، أو توقعاً لارتفاع قيمة هذا الأصل الاستثماري في الأجل الطويل. بينما يقوم المضارب ببيع وشراء هذه الأصول للإفادة من التغيرات في أسعارها. ويفرق الاقتصادي كينز بين المضاربة والاستثمار فيقول: «المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق، وأما الاستثمار فهو التنبؤ بالغلطات المتوقعة للأصول المالية طوال فترة بقائها وعموماً يمكن التمييز بين المضاربة والاستثمار من خلال الاعتبارات التالية: العوائد المتوقعة، المخاطر المحتملة، مدة التوظيف، ونوع التعامل مبنية في الجدول التالي:

جدول رقم (06): جدول يوضح أوجه الاختلاف بين المضاربة والاستثمار

الاعتبارات	المضاربة	الاستثمار
العوائد المتوقعة	غير منتظمة ومتذبذبة ارتفاعاً وانخفاضاً، لأن المضارب يهتم	تمتار بالانتظام والثبات النسبي، تكون أقل من عوائد المضاربة

¹ - شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص 172-177.

² - عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية -دراسة فقهية-، بحث مقدم للدورة العشرون لمجمع الفقه الاسلامي، مكة، 2010، ص 19.

بتحقيق الربح عن تحركات السعر السوقي للسلعة.	عادة وكذلك أقل خسائرا.
درجة المخاطرة فيها مرتفعة، فالخسائر التي يتعرض لها المضارب كبيرة، قد تخرجه من السوق وتعرضه للإفلاس.	درجة المخاطرة أقل، فالخسائر التي يتعرض لها المستثمر غالبا ما تكون طفيفة يمكن تغطيتها
أجل التوظيف تأخذ فترة قصيرة لأن المضارب يحاول الاستفادة من تذبذبات الأسعار.	أجل التوظيف تأخذ فترة طويلة.
السوق الآجلة هي ميدان المضارب لأنه يريد الربح الكبير والسريع.	السوق الفورية هي ميدان المستثمر غالبا
المخاطر المحتملة	
أجل التوظيف	
نوع التعامل	

من خلال عرض معنى المقامرة والمضاربة والاستثمار، يتبين أنه يوجد في سوق الأوراق المالية كلاً من المستثمر والمضارب والمقامر، ولكل منهم خصائصه، نوضحها فيما يلي:

المستثمر: يهتم بالاستثمار طويل الأجل ومتوسط الأجل وتبقى السلع في حيازته لمدة طويلة، ويهتم أكثر بتحقيق الأرباح من خلال دراسته للعوامل الحقيقية المؤثرة على استثماراته.

المضارب: يهتم أساساً بالعائد الفجائي والسريع الذي يتحقق من ارتفاع أسعار السلع في الأجل القصير ولا يحتفظ بهذه السلع إلا لفترة قصيرة، ويرصد ويتابع عوامل بيع وشراء هذه السلعة ولا يهتم بنوعها ولكن يهتم بالمكسب الرأسمالي المتحقق منها في الأجل القصير،

المقامر: يهتم بتحقيق مكاسب فورية كبيرة بشكل طفرات، ولديه استعداد لتحمل مخاطرة عالية جداً بشكل كامل، يتعامل في السوق بشكل فوري بل إنه يبيع ويشترى ذات السلعة في ذات اليوم، ويعمل بشكل عشوائي دون خطة ولكن وفقاً لاتجاهات الأسعار وبشكل فوري.

ثالثاً: أنواع المضاربة

يوجد في سوق الأوراق المالية نوعان من المضاربة، هما:

- 1- مضاربة على الصعود: وهي تصرف المضارب الذي يقوم بشراء سلع أساسية ثم بيعها ثانية بسعر أفضل، وعند التصفية يقبض الفارق دون تبادل للسلعة.

فعندما يتنبأ المضارب بارتفاع الأسعار، يقوم بالشراء الآجل، وعندما يرتفع السعر حسب توقعه، فإنه يقوم بالبيع، ويتمثل ربحه في الفرق بين السعر الذي اشترى به، والسعر الأعلى الذي باع به بعد خصم المصاريف وعمولة السمسار.

وهذه الطريقة مطبقة في المضاربة على عقود السلع، أما المضاربة على صعود في الأوراق المالية، فغالبًا ما يعتمد المضاربون إلى الخيارات، حيث يشتري المضارب حق شراء الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها، وحينما يصدق توقعه يستخدم حقه في شراء الأسهم لبيعها بالسعر الأعلى (سعر السوق) أو قد يقبل استلام الفرق دون استلام الأوراق المالية.

2- مضاربة على النزول: وهي تصرف المضارب الذي يقوم ببيع سلع لأجل على المكشوف، متوقعا هبوط الأسعار. فعندما يتوقع المضارب أن السعر سينخفض، يقوم بالبيع لأجل على المكشوف (أي يبيع ما ليس عنده) وحينما يصدق توقعه وينخفض السعر، يقوم بشراء ما سبق له أن باعه، ويتمثل ربحه في الفرق بين السعر الأعلى الذي باع به، والسعر الذي اشترى به مطروحًا منه المصاريف وعمولة السمسار، ويجري العمل بهذا الأسلوب على نطاق واسع في بورصات العقود.

يتضح مما سبق أن المضارب في سوق الأوراق المالية يباشر عملياته على أساس تقديراته لاتجاهات السوق، ويأخذ في الاعتبار العوامل المختلفة التي يمكن أن تسيطر على الأسعار وتؤثر فيها، فإذا بدا له أن من شأن هذه العوامل أن تؤدي إلى زيادة تلك الأسعار، فإنه يتخذ قراره بالإقدام على الشراء بقصد إعادة البيع عندما يتحقق الارتفاع المنشود، أما إذا تراءى له أن العوامل المشار إليها من شأنها أن تؤدي إلى حدوث انخفاض في الأسعار، فإنه يبيع الأوراق المالية على أن يعيد شراءها بأسعار أقل.

وهكذا تكون عمليات المضارب رهناً على تقديراته وتوقعاته، فإذا صح ذلك فإنه يحصل على الأرباح، سواء كانت المضاربة على النزول أم على الصعود، وأما إذا حدث عكس ذلك فإن المضارب يخسر في عملياته، ولكنه لا يكون مطالبًا بدفع ثمن ما اشتريه من سلع أو تسلمها، أو بتسليم ما يبيع من سلع وقبض ثمنها، ما دام أنه يستطيع أن يصفى مركزه قبل حلول مواعيد الاستحقاق، حيث لا يكون عليه إلا أن يقبض أو يدفع فرق الأسعار، وهو مقدار ربحه أو خسارته، وفي هذه الحالة يلجأ المضارب عادة إلى عملية التغطية.

المحور السابع

المحور السابع: المقاصة والتسوية

يترتب على أي صفقة، أن يقوم المشتري بدفع الثمن مقابل قيام البائع بتسليم المثلث سواء كان سلعة أو خدمة أو ورقة مالية، وعند المبادلة، يتزامن وقت إنشاء العقد مع وقت دفع الثمن واستلام المثلث، أو بعبارة اصطلاحية يتزامن وقت تنفيذ الصفقة مع وقت مقاصتها ووقت تسويتها، وهذا ما سنوضح مفهومه من خلال هذا المحور الذي سنتطرق فيه إلى:

- 1- مفهوم المقاصة والتسوية مع ذكر المراحل التي تمر بها عمليات البيع والشراء قبل تسويتها،
- 2- آليات المقاصة والتسوية في بورصات البضائع،
- 3- شرح آلية المقاصة والتسوية في سوق لندن للمعادن.

الأهداف التعليمية للمحور:

يهدف هذا المحور إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- شرح مفصل للمراحل التي تمر بها الصفقات في بورصات البضائع قبل تسويتها؛
- إعطاء مفهوم شامل لعمليتي المقاصة والتسوية؛
- توضيح حالة تطبيقية للمقاصة والتسوية في سوق لندن للمعادن من أجل تقريب الطالب لواقع العملية.

أولاً: مفهوم عمليتي المقاصة والتسوية

1-تعريف المقاصة والتسوية:

1-1- تعريف المقاصة: يقصد بالمقاصة معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، وبالتالي تحديد التزامات كل طرف تمهيدا للتسوية.

2-1- تعريف التسوية: يقصد بالتسوية الدفع الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع، وتسليم المئمن من البائع إلى المشتري.

بالرغم من إمكانية التفريق بين المقاصة والتسوية من الناحية النظرية، إلا أنه في الواقع العملي يتولى كلا الوظيفتين في الغالب جهة واحدة يطلق عليها عادة شركة المقاصة، أو بيت المقاصة. حيث تقوم هذه الشركة بعملية المقاصة والترتيب مع الأطراف ذات العلاقة لإتمام عملية التسوية.

2-المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء في بورصة البضائع: يسبق عمليتي المقاصة والتسوية بعض المراحل لتنفيذ الصفقة نوجزها فيما يلي:

المرحلة الأولى: اختيار الوسيط

يقوم العميل أو المستثمر باختيار الوسيط المناسب لإبرام الصفقة المراد تنفيذها، إذ أن التعامل في الأسواق المنظمة مقصور على وسطاء محددين، وقد يكون هذا الوسيط لا يتعامل مباشرة مع السوق، ولكن يقوم بتوكيل وسيط مرخص له التعامل في السوق.

وتوجد قائمة بأسماء الوسطاء المرخص لهم من قبل هيئة البورصة، يستطيع العميل من خلالها اختيار أحدهم، لذا يتعين على المستثمر أو العميل قبل اختيار الوسيط أن يتأكد من قوة الوسيط المالية، وسمعته في السوق، وحصوله على ترخيص في التداول، وينقسم الوسطاء إلى نوعين:

النوع الأول: وسيط الخدمة الكاملة

يقدم الوسيط هنا العديد من الخدمات للمستثمر والتي يمكن اختصارها بكونها خدمات تساعد المستثمر في اتخاذ القرار المناسب. والوسيط في هذه الحال يقوم بدور المخطط المالي للمستثمر، وذلك لعدم قدرة المستثمر على معرفة اختيار الشيء المناسب في السوق، أو لعدم

توفر الوقت الكافي لدى المستثمر لمتابعة أحوال السوق، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب. من الأعمال التي يقوم بها وسيط الخدمة الكاملة مايلي:

4- تزويد المستثمر بما يتوصل إليه من معلومات مالية وأبحاث ودراسات عن واقع السلع والشركات وتطوراتها.

5- بناء على هذه الدراسات التي يقدمها للمستثمر يقدم نصائحه ببيع أو شراء، أو الانتظار مدة معينة حتى تأتي الفرصة المناسبة.

6- يقوم بتنفيذ الأوامر التي وافق عليها المستثمر، ويحصل على عمولة مقابل ذلك.

7- يقوم الوسيط بإنهاء إجراءات البيع والشراء عن طريق بيوت المقاصة في السوق

النوع الثاني: وسيط التكلفة المنخفضة

الوسيط هنا يقوم فقط بتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يطلبها المستثمر؛ وذلك لأن المستثمر عنده القدرة على معرفة أوضاع السوق واتخاذ القرار المناسب، وكثير هذا النوع من الوسطاء بعد ظهور وسائل الاتصال الحديثة ونقلها المباشر لأخبار السوق، وكل ما يحتاجه المستثمر من معلومات تحليلية يجدها عبر المواقع الإلكترونية المتخصصة في مجال الاقتصاد.

المرحلة الثانية: فتح الحساب

بعد اختيار الوسيط المناسب يقوم العميل الذي يرغب في بيع أو شراء السلعة المتداولة في أحد أسواق السلع المنظمة يفتح حساب لدى هذا الوسيط، وأشهر أنواع الحسابات هي:

- حساب النقد
- حساب الهامش
- حساب التداول اليومي

والفرق بين هذه الأنواع الثلاثة هو التزام صاحب حساب النقد بدفع كامل قيمة صفقة الشراء، واستحقاقه استلام كامل قيمة صفقة البيع، أما في حساب الهامش فيحق لصاحب الحساب دفع بعض قيمة الصفقة واقتراض الباقي من الوسيط، مع دفع بعض الضمانات كأوراق مالية من أسهم أو سندات، وأما في حساب التداول اليومي فهو شبيه بحساب النقد من جهة التزام صاحبه يدفع كامل قيمة الصفقة إلا أنه يقوم بتنفيذ صفقات متعددة في اليوم الواحد، على أمل أن يحقق ربحاً ولو يسيراً من خلال الصفقات التي يبرمها في هذا اليوم.

المرحلة الثالثة: طلب تنفيذ أمر

يطلب العميل تنفيذ أمر بيع أو شراء، ويستطيع العميل أن يحدد شروط تنفيذ الأمر من حيث نوعه، وسعره، وكميته، ومدة بقائه نشطا، وغيرها من الشروط المعتادة. ومن المعلومات التي تتضمنها استمارة الأمر عادة: اسم العميل ورقم حسابه، ونوعه، بيع أو شراء، والكمية، واسم السلعة ورمزها، والسعر، ومدة بقاء الأمر نشطا، بالإضافة إلى معلومات عن مكان السلعة وكيفية استلامها، على أن بعض الأسواق قد لا تحدد مكان السلعة، وقد يقوم الوسيط بتوفير خدمة الاطلاع على أحوال الأسواق وإمكانية إدخال الأوامر للعميل في موقعه، أو مواقع العملاء من خلال شبكة اتصالات خاصة، أو شبكة الإنترنت.

المرحلة الرابعة: إرسال الأمر إلى السوق

بعد التأكد من صحة معلومات الأمر، يقوم الوسيط بإرسال الأمر إلى السوق إلكترونيا، لكي يتم تنفيذه مع طرف مقابل، ألا إذا كانت السوق تعمل بالنظام التقليدي فإنه يتقابل الوسطاء في قبة السوق لتنفيذ الأوامر.

وتجدر الإشارة إلى أنه أصبح في الإمكان، في ظل التطور الكبير في تقنية الاتصالات والمعلومات، قيام جمهور المتداولين في الوقت الحاضر بالمراحل الثلاث السابقة (من فتح الحساب إلى إرسال الأمر إلى السوق) دون أن يكون هناك اتصال مباشر (وجها لوجه) مع وسيط، بل من خلال مواقع الوسطاء الذين يقدمون خدماتهم عبر شبكة الإنترنت، والذين أصبح يطلق عليهم الوسطاء الإلكترونيين، وفي هذه الحال يتمثل دور الوسيط في توفير البنية الأساسية التي تمكن المستثمر من الوصول إلى السوق. ويقوم السمسار عادة بالاحتفاظ بقاعدة معلومات عن كل عميل لديه (الاسم، العنوان، نوع الحساب، كمية السلع المملوكة له، وغيرها) وعن كل سلعة يتعامل بها (الاسم، وحدة التعامل، عملة التعامل، رمزها الدولي، الجهات المسؤولة عن مقاصتها وتسويتها، خطوات المقاصة والتسوية، وغيرها)، وعن الأسواق المنظمة التي يتعامل معها (الاسم، الموقع، نظام التداول)، ومعلومات عن شركات المقاصة والتسوية وإجراءات التسوية، كما يحتفظ بقاعدة بيانات لكل الصفقات التي يقوم بتنفيذها، كما قد يقوم الوسيط بتقديم خدمة الاستشارة المالية لمن يطلبها من العملاء.

المرحلة الخامسة: تنفيذ الأمر

يتم تهيئة الأمر للتنفيذ، من قبل السوق المالي وفق قواعد التعامل التي تحكم تلك السوق سواء أكان النظام يدويا أم آليا وشروط العميل كما هي محددة في الأمر، ويجب التأكيد على أن لكل سوق قواعده

الخاصة التي تحكم آلية التعامل، مثل أنواع الأوامر المقبولة، وآلية التنفيذ (سوق نداء، أو سوق مستمرة)، وأولوية تنفيذ الأوامر (السعر، الوقت، الحجم)، وأوقات التعامل، وحجم الحد الأدنى والأعلى للتغير في السعر، وهيكّل العمولة، ويتم تنفيذ كامل كمية الأمر أو بعضها (ومن ثم حدوث صفقة) إذا تطابق سعر أمر الشراء مع سعر أمر البيع. ويتم في حالة تنفيذ الصفقة الانتقال إلى المرحلة التالية، أما في حالة عدم تنفيذها فيشعر العميل بذلك، حتى يتمكن من اتخاذ القرار المناسب.

المرحلة السادسة: تسجيل معلومات الصفقة

يرسل السوق في حالة تنفيذ الصفقة تقريراً إلى الوسيط وشركة المقاصة يبين جميع معلومات الصفقة بما في ذلك معلومات الطرف المقابل، ويقوم الوسيط بترميز الصفقة، أي يضع لها رقماً مميزاً، مع بيان معلوماتها، مثل وقت وطريقة ومكان تنفيذها، وحجم الصفقة وقيمتها، وعمولة تنفيذها، والطرف المقابل في الصفقة، ومراحل مقاصتها وتسويتها، ويرسل الوسيط هذا التقرير عادة في شكل إلكتروني إلى العميل بهدف إبلاغه وتحديث حساباته، وإلى شركة المقاصة بهدف التمهيد لإجراءات المقاصة والتسوية، ويقوم الوسيط بناء على المعلومات التي تصل من السوق، بإرسال إشعار للعميل، يؤكد فيه تنفيذ الصفقة وبيان معلوماتها (نوعية السلعة، الكمية، سعر التنفيذ، تكلفة الصفقة، أجرة الوسيط، تاريخ التسوية)، وتعتمد طبيعة الإشعار على طبيعة العميل، فالمستثمر الفرد يرسل الإشعار إلى عنوانه البريدي أو الإلكتروني، والمستثمر المؤسسي أو الدولي يتم إشعاره غالباً من خلال شبكة معلومات مالية معتمدة مثل نظام SWIFT.

المرحلة السابعة: المقارنة مع الطرف المقابل

يقوم الوسيط بمقارنة معلومات التنفيذ مع الوسيط الآخر (الطرف المقابل في الصفقة) مباشرة أو من خلال شركة مقاصة (وهو الأغلب)، للتأكد من صحتها، ولا بد من حل أي مشكلة تنتج عن عدم تطابق معلومات الطرفين قبل الانتقال إلى مرحلة المقاصة والتسوية. وفي ظل التطور الحاصل في تقنية المعلومات والاتصالات تتم عمليات المقارنة هذه أنياً عند تنفيذ الصفقة، حيث يتم الاحتفاظ بمعلومات طرفي الصفقة وإرسالها مباشرة لشركة المقاصة، ويسمى هذا النوع المتزايد من الصفقات باسم الصفقات المربوطة Locked-in trade، ويراد بها الصفقات التي تتم مقارنتها لحظة تنفيذها إلكترونياً، وهما يلحظ أن التقدم في تقنية المعلومات والاتصالات يوشك أن يدمج المرحلتين السادسة والسابعة في مرحلة التنفيذ.

المرحلة الثامنة: المقاصة

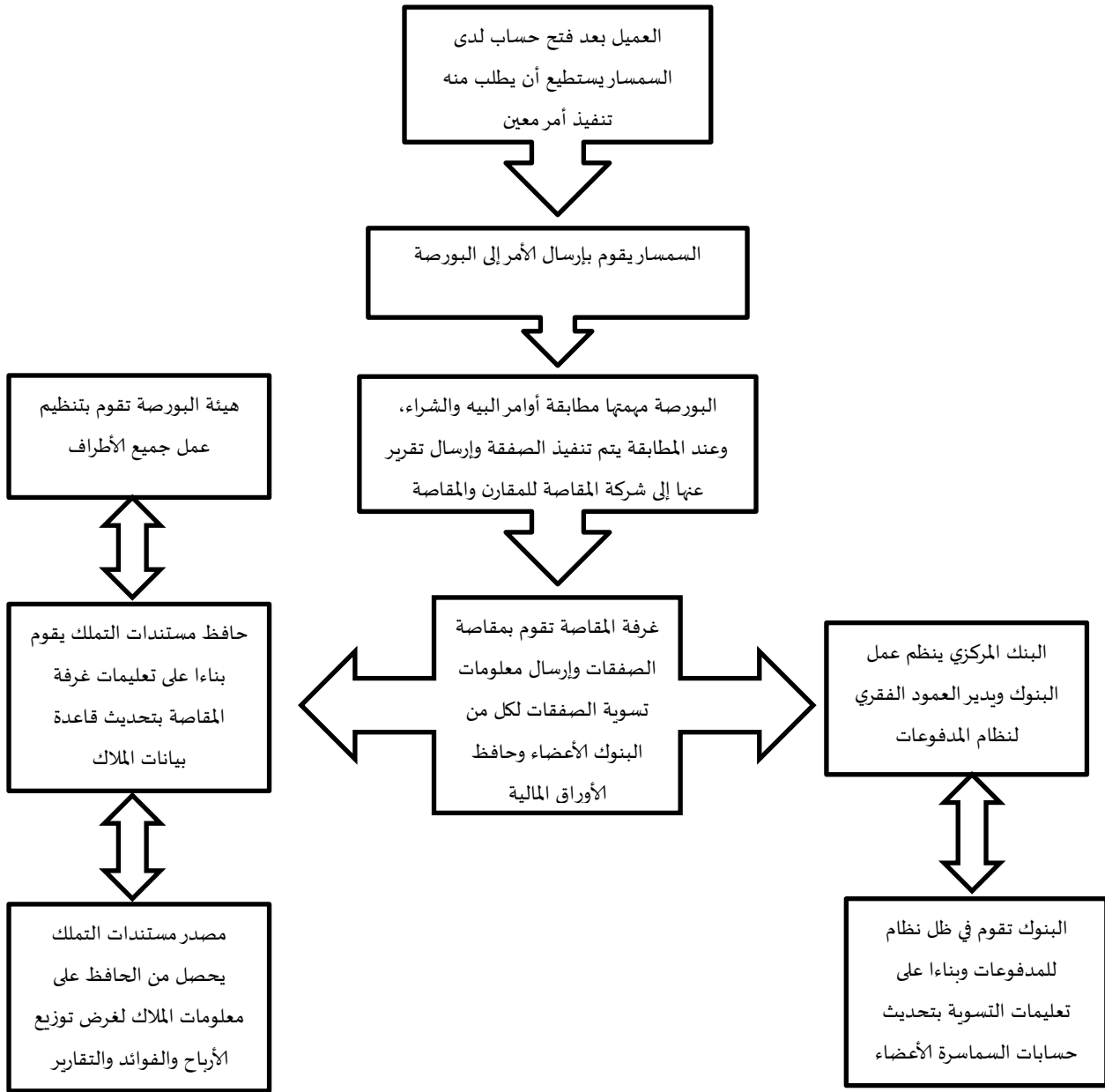
تتم بعد ذلك عملية المقاصة بواسطة بيت المقاصة والتي يعد أحيانا سمسار العميل أحد أعضائها، ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيدا لتسويتها . وشركة المقاصة في الغالب يتكون أعضاؤها من المؤسسات المالية المعنية، وفي مقدمتها شركات الوساطة، وتتمثل مهمتها الأساسية في مقارنة معلومات الصفقات التي يقدمها طرفا كل صفقة من أعضائها، ومن ثم تحديد صافي المديونية أو الدائنية لكل وسيط، تمهيدا لتسويتها بتحويل النقود من المدين للدائن، ونقل ملكية السلع من البائع للمشتري، فمثلا تجد في سوق لندن للمعادن شركة LCH Cleanet هي المسؤولة عن دور المقاصة والتسوية في عمليات السوق، وتملك سوق لندن للمعادن منها نسبة 8,05% وبقية الأعضاء هم من شركات الوساطة المالية والبورصات الأخرى، ويتضح جليا أن الدور الرئيسي لبيت المقاصة هو ضمان تنفيذ الصفقة بين الطرفين، بحيث لا يدخل أي طرف من أطراف الصفقة إلا بعد أخذ الضمانات المالية الكافية لتحقيق إتمام عملية البيع والشراء بين الطرفين .

المرحلة التاسعة: التسوية

يقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل السلعة إلى المشتري، في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع، وتبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة .

والشكل الموالي يوضح تسلسل المراحل السابقة، والأطراف الرئيسية المشتركة فيها:

الشكل رقم(03): مراحل تسوية الصفقات ودور المؤسسات المالية المختلفة



المصدر: سعد بن علي بن تركي الجلعود، سوق السلع الدولية، أطروحة دكتوراه، جامعة الامام محمد بن سعود

الاسلامية، الرياض، 2012، ص123.

ثانيا: آليات المقاصة والتسوية

1-التسوية الاجمالية والصفافية: يفرق عادة بين أنواع أنظمة التسوية بحسب كونها إجمالية أو صفافية (تبعاً لطبيعة المقاصة التي تسبقها)، وأنية أو متراخية (تبعاً لوجود فارق زمني بين التنفيذ والتسوية). ففي الإجمالية يتم تسوية كل صفقة على حدة بدون تصفية، ويمكن أن تكون فيها التسوية آنية بحيث يسلم البائع في

الحال كل السلع ويدفع المشتري كامل مبلغ الصفقة، وفي هذه الحالة فقط تتحد مرحلة التنفيذ مع المقاصة والتسوية، أو يقل الفرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية بشكل كبير. كما يمكن أن تكون التسوية الإجمالية متراخية عن وقت التنفيذ إلى نهاية يوم التداول في الغالب. أما في التسوية الصافية فيتم تسوية مجموعة من الصفقات في نهاية اليوم أو في أوقات متفرقة خلال اليوم بعد تصفية الصفقات التي نفذت قبل موعد التسوية.¹ ويوضح الجدول الموالي هذه الأنواع:

جدول رقم (07): جدول يوضح أنواع التسوية

نوع التسوية	إجمالية	صافية
آنية	تتم في أثناء اليوم آنيا أو مع تأخير بسيط، لكل صفقه على حدة. وتستخدم عادة لتسوية الصفقات ذات المبالغ الكبيرة. ويطلق على هذا النظام الذي يتميز بخاصيتي التسوية الاجمالية والآنية مصطلح: Real-time gross settlement (RTGS)	لا يمكن استخدام التصفية إلا إذا كان هنالك فارق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية، يتسنى فيه تراكم عدد من الصفقات التي يمكن تسويتها على أساس صاف. من ثم لا يمكن أن تكون التسوية الآنية إلا إجمالية
متراخية	تسوية في نهاية اليوم لكل صفقة على حدة. وتستخدم عادة لتسوية المبالغ المترتبة على نتائج أنظمة المقاصة المختلفة. كما يدخل فيه نظم التسوية الاجمالية الآنية التي تجري المقاصة خلال اليوم بشكل آني ولكن مع قابلية النظام لإلغاء التسوية حتى نهاية اليوم.	تتم التصفية في الغالب في نهاية اليوم. ولكنها يمكن أن تحدث خلال أوقات متقطعة أثناء اليوم.

المصدر: محمد بن ابراهيم السحبياتي، آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة مقدمة للهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، ص 22.

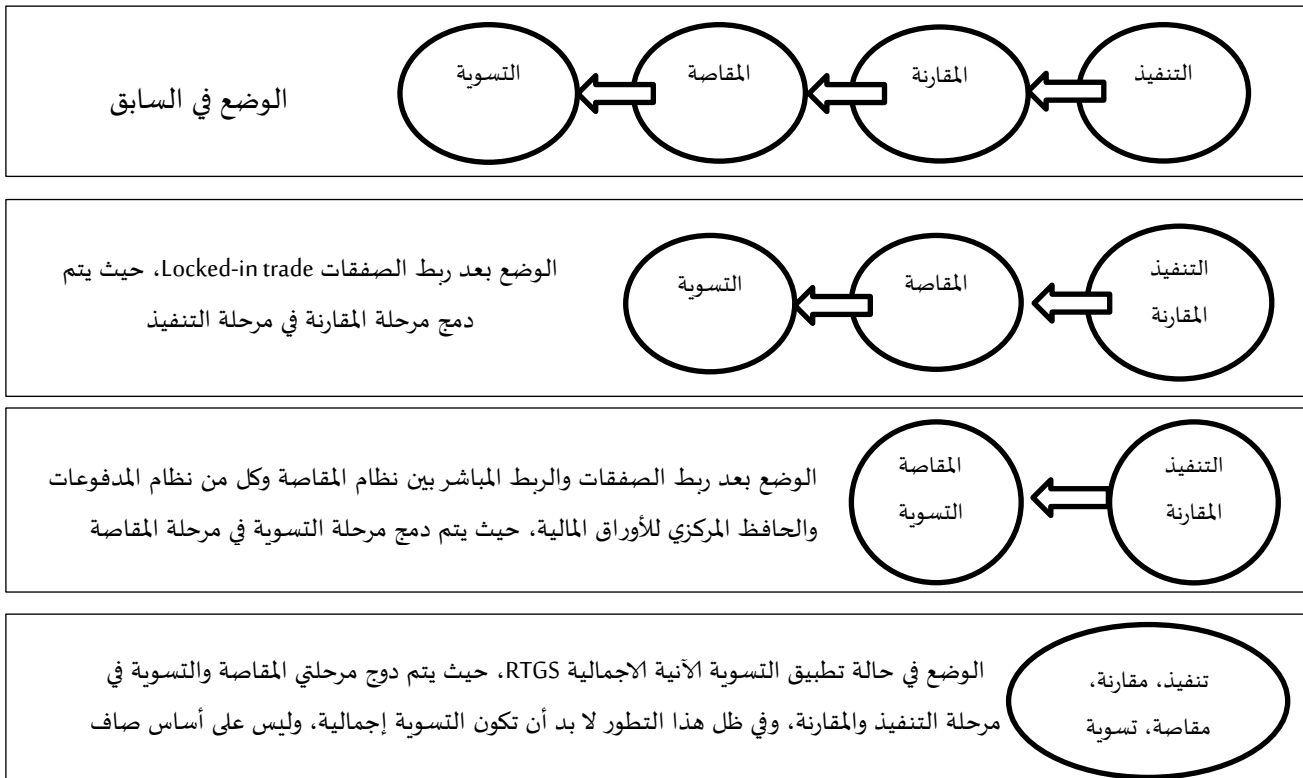
ولكل من التسوية الإجمالية والصافية مزايا وعيوب، فالمقاصة الصافية تقلل من حجم الصفقات، والمدفوعات المطلوب تحويلها وقت التسوية، ولكن مخاطر تسويتها - خاصة الخطر الائتماني أعلى. أما المقاصة الإجمالية فتتطلب تحويلات مالية أكثر، وتتطلب من البنوك إدارة مخاطر السيولة بشكل متواصل مما يترتب عليه زيادة تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات، ولكن مخاطر تسويتها منخفضة.

¹ - محمد بن ابراهيم السحبياتي، آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة مقدمة للهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، ص 21.

2- المعالجة المتكاملة للصفقات : في ظل تطبيق ما أصبح يعرف بالمعالجة المتكاملة للصفقات processing Through Straight(STP) فإنه يتوقع معالجة جميع الإجراءات التي تلي مرحلة التنفيذ من مقاصة وتسوية بشكل آلي دون أي تدخل يدوي. أما في ظل تطبيق آلية التسوية الآنية RTGS فإن جميع الإجراءات المتعلقة بنقل الملكية سوف تتم لحظة تنفيذ الصفقة. وفي ظل نظام المعالجة المتكاملة للصفقات، تقوم شركة المقاصة في كل صفقة بدور الطرف المركزي المقابل Central Counterparty CCP، فتكون المشتري من كل بائع والبائع من كل مشتري. ومن ثم يحول هذا النظام العقد بين البائع والمشتري في السوق إلى عقدين :

عقد بين البائع والطرف المركزي المقابل، وعقد بين الطرف المركزي المقابل والمشتري، فيكون التعامل بين شركة المقاصة وكل عميل تعاملًا أصيلاً وفق هذه الآلية. والأثر القانوني لهذه الآلية أنه في حالة إخفاق أحد الطرفين تكون المسؤولية القانونية بين شركة المقاصة والطرف الذي أخفق فقط، وليس بين الطرفين. وتمثل شركة المقاصة عند قيامها بهذا الدور شركة التأمين، فهي تضمن تسوية الصفقة، في مقابل مساهمة الأعضاء في صندوق يقدم الحماية للأعضاء في حالة تعرض أحدهم للإفلاس. كما تشترط شركة المقاصة لمزيد من الحماية تحديد سقف أعلى لمديونية كل عضو، أو أن يقدم ضمانات إضافية تتناسب مع حجم المديونية الصافية. وهذه الترتيبات تؤدي في الواقع إلى تماثل درجة مخاطرة تسوية الصفقات التي يواجهها كل عضو في هذا النظام. ويوضح الشكل الموالي أثر التطور في آليات التنفيذ والتسوية على إجراءات نقل الملكية.

الشكل رقم (04): التطور في آليات التنفيذ والتسوية



المصدر: سعد بن علي بن تركي الجلعود، سوق السلع الدولية، أطروحة دكتوراه، جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية، الرياض، 2012، ص125.

ثالثا: آلية المقاصة والتسوية في سوق لندن للمعادن (LME London Metal Exchange)

تعد سوق لندن للمعادن إحدى الأسواق الدولية الرائدة في التعامل في المعادن و عقود المستقبلية والخيارات ذات العلاقة بالمعادن. وهي متخصصة في المعادن غير الثمينة (النحاس، الألمنيوم، الزنك، الرصاص، النيكل، القصدير) بالإضافة إلى الفضة والمشتقات المالية المرتبطة بالمعادن أو مؤشر السوق LME الذي يمثل المعادن الرئيسية الست التي يتم تداولها في السوق. وقد أضافت السوق إلى هذه المعادن في عام 2005 البلاستيك، وتمثل وظائف السوق الرئيسية فيما يلي:

- اكتشاف الأسعار: أي تحديد أسعار المعادن التي تتعامل بها السوق بشكل يومي بحيث تكون مرجعا للمتداولين بها عالميا، وينبغي التنبيه إلى أن السوق تقدم خدمة اكتشاف الأسعار، وليس التعامل الفعلي في هذه المعادن من قبل الشركات المنتجة لها أو المصانع المستخدمة لها فالمصنع الذي يريد شراء معدن معين ذي تصنيف معين يتوجه مباشرة لمن يملك ذلك المعدن مسترشدا بالأسعار التي يتم التوصل إليها في السوق. وترى هيئة السوق أن الأسعار التي يتم اكتشافها للعقود الحالية تعكس حالة الطلب والعرض العالمي من هذه المعادن، كما تعكس أسعار العقود المستقبلية والخيارات توقعات السوق فيما يتعلق بالأسعار المستقبلية لهذه المعادن، ويتم توزيع معلومات الأسعار على جميع مناطق العالم من خلال شركات متخصصة في مجال بث المعلومات المالية
- توقي المخاطرة: وذلك من خلال إتاحة عقود مستقبلية وخيارات بهدف توقي المخاطرة hedging والمستفيد الأول من هذه الوظيفة التي تعد أهم وظائف السوق هي الشركات التي تتعامل فعليا بهذه المعادن في صناعاتها، حيث تسمح هذه العقود بتجنب المخاطرة التي قد تنتج عن تقلبات الأسعار.
- المسلم الأخير: تلتزم السوق بتسليم المعادن في حالة حلول وقت تسليمها، وطلب المشتري لذلك وللقيام بدور المسلم الأخير، تقوم السوق بالإذن لمخازن معينة بتخزين أصناف محددة من المعادن. وتبلغ المخازن المرخصة حاليا أكثر من 400 مخزن في 32 موقع حول العالم كما تبلغ أصناف المعادن التي يتم التعامل بها 440 صنفا، من 65 دولة. ويلاحظ أن أغلب المضاربين في السوق، والمتداولين في العقود المستقبلية و عقود الخيارات يقومون بتصفية مراكزهم المالية قبل حلول وقت التسليم مما يلغي الحاجة إلى تسليم المعادن والاكتفاء بتسوية المبالغ النقدية التي تنتج عن عملية تسوية المراكز المالية أما العقود الفورية فهي التي قد يترتب عليها عملية تسليم أو استلام فعلي. وتعكس التغيرات

في المخزون المترتبة على العمليات الفورية حالة الطلب والعرض العالمي على المعادن، ومن ثم أسعارها. ولهذا السبب يستخدم التقرير اليومي عن مخزون السوق في تقييم العروض والطلبات التي يعلنها المتداولون في هذه السوق.

ومما يسهل قيام السوق بهذه الوظائف نمطية العقود المتداولة، حيث يتم توصيف المعادن القابلة للتداول في السوق إلى أصناف وفق معايير مختلفة، ولا يدخل أي صنف من المعادن مخازن السوق إلا إذا كان مطابقا تماما للمواصفات التي وضعتها السوق لذلك الصنف من حيث الجودة والشكل والوزن. فهذه النمطية تؤدي إلى إيجاد أصول موصوفة بدقة ومثلية وقابلة للتجزئة، مما يقلل من احتمال وقوع الغبن بين المتداولين في السوق، ويزيد من سيولته.

آلية نقل الملكية في سوق لندن للمعادن:

تتم عملية تسوية الصفقات وفق الخطوات التالية:

يتم تنفيذ الصفقات في السوق أثناء المزاد العلني، أو من خلال نظام التداول الإلكتروني LME Select الذي بدء العمل به في بداية عام 2001 ويمثل المزاد العلني، الذي يتم في فترات محددة خلال أوقات عمل السوق، الآلية الأساسية لاكتشاف الأسعار، أما التداول الإلكتروني فمستمر خلال اليوم (24 ساعة) مسترشدا بالأسعار التي يتم الوصول إليها في المزاد، ونظام التداول الإلكتروني هو خاص بالسماسة الأعضاء ويتم التعامل فيه من حساباتهم فقط، ولكن يمكن الوصول إلى معلومات التعامل التي يتضمنها من خلال الشركات التي تقوم ببث بيانات السوق.

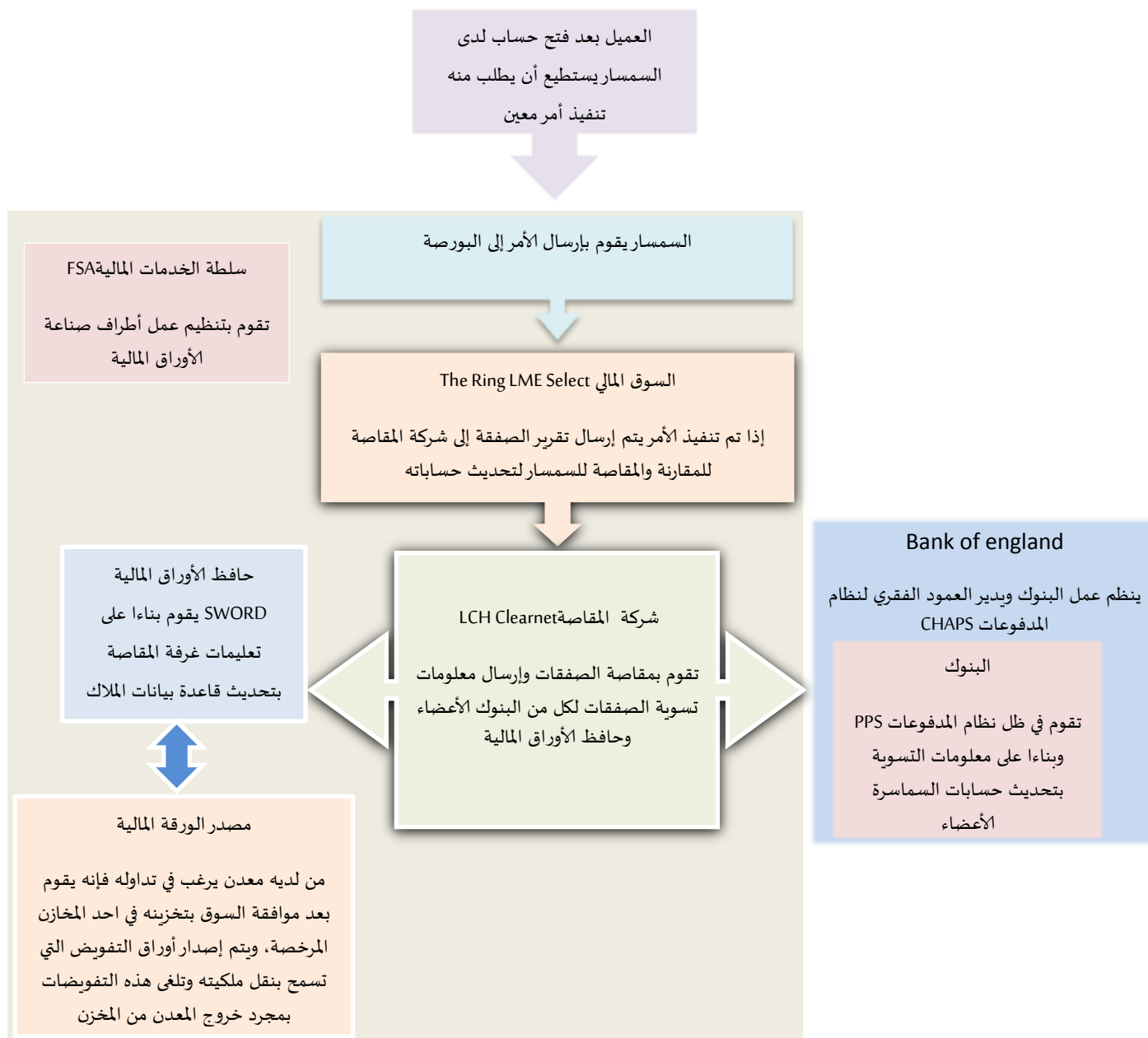
بعد تنفيذ الصفقة يقوم كل عضو طرف في الصفقة بتغذية بيت لندن المقاصة LCH Clearnet (شركة المقاصة المرتبطة بالسوق) بمعلومات الصفقة، حيث يقوم البيت بمقارنة الصفقات تمهيدا لمقاصتها وتتم التسوية وفق مبدأ الطرف المركزي. وهو يعني أن بيت التسوية يقيم نفسه وسيطا بين البائعين والمشتريين، فيصبح المشتري من كل بائع، والبائع لكل مشتري، وقيامه بهذه الوظيفة له ميزة تقليل مخاطر التسوية التي يتعرض لها كل طرف، حيث يصبح التعامل مع طرف واحد ملتزم باتمام التسوية بغض النظر عن ظروف الطرف المقابل. ولكنه يزيد من درجة المخاطرة التي يتحملها البيت نتيجة إفلاس أحد الأعضاء. ولهذا يشترط البيت على الأعضاء دعم عمل بيت المقاصة من خلال 150 مليون جنيه استرليني كضمانات بنكية، ومبلغ مماثل لصندوق الحماية ضد الإفلاس، وهو ما يمكنه من حماية الأعضاء ضد خطر إفلاس أحدهم. كما يطلب البيت من الأعضاء - بهدف تقليل المخاطر التي يواجهها - إيداع هامش مرتبط بمقدار الخسارة التي يمكن أن تتعرض لها جميع المراكز المالية للعضو. والهامش قد يكون في شكل مبالغ نقدية، أو

ضمان بنكي، وتتم مطالبة العضو بزيادة الإيداع أو الإذن بالسحب منه حسب التغير في صافي المراكز المالية للعضو. وتجب ملاحظة أن المتداولين غير الأعضاء (في بيت المقاصة) لا يتأثرون بعملية المقاصة باعتبار أن تعاملاتهم مبنية على عقود منفصلة مع السماسرة الأعضاء،

ويتم توثيق نقل الملكية في شكل شهادة تفويض تخول حاملها تملك كمية من معدن ذي صنف معين، في مخزن محدد، ويستطيع المشتري استلام ما يملكه فعلا من ذلك المخزن إن شاء، أو إعادة بيع ما تمثله في السوق وفي عام 1999 قامت السوق بتطبيق نظام الكتروني للتحويل SWORD، بهدف توليد هذه الوثائق وتحويل ملكيتها الكترونيا. وهذا النظام مشروع مشترك بين كل من السوق وبيت لندن للمقاصة، وقد أدى تطبيقه إلى إلغاء العديد من عمليات المعالجة اليدوية لعمليات توثيق الملكية حيث أصبحت عملية التسوية تتم بصورة مركزية. ويجب التأكيد على أن خيارات التسليم (المكان، المنتج، الشكل) في يد البائع، ولكن يجب أن يكون من الصنف نفسه المحدد في العقد، والتسعير يتم بافتراض أن التسليم سيكون من أحد المخازن مع تحمل المشتري تكلفة نقل ذلك المعدن من المخزن إلى موقعه. ويشتمل النظام التداول LME Select على خاصية المعالجة المتكاملة للصفقات STP من خلال ربط العام التداول ببيت لندن للمقاصة.

أما تسوية المبالغ المترتبة على الصفقات فتتم من خلال نظام خاص للمدفوعات يسمى، Potected Payment System (PPS) وهو نظام يربط بيوت السماسرة بيت التسوية لتسهيل تحويل المبلغ بين السماسرة الأعضاء في البيت. ويقوم البنك المركزي بتسوية المدفوعات النقدية المترتبة على الصفقات في الأسواق المالية وغيرها من خلال العمود الفقري لنظام المدفوعات في بريطانيا CHAPS ويوضح الشكل الموالي مراحل التسوية في سوق لندن للمعادن.

الشكل رقم (05): مراحل التسوية في سوق لندن للمعادن



المصدر: محمد بن ابراهيم السحيباني، آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة مقدمة للهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، ص 41.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

1- باللغة العربية:

الكتب:

- أشرف إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، مكتبة الرشد، الطبعة الأولى، 2006.
- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من وجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011.
- شعبان إسلام محمد البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، 2001.
- فتحي سليم، زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، الطبعة الثانية، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الثاني، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2011.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقويم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2003 .
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية.
- منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث: عقود الخيارات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2015.
- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2015.

المجلات العلمية والمؤتمرات والأوراق البحثية:

- أسواق المواد الأولية، منشور تعليمي صادر عن مجلس القيم المنقولة لبورصة الدار البيضاء، المغرب 2013.
- إبراهيم أحمد أنور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2015.
- عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية -دراسة فقهية-، بحث مقدم للدورة العشرون لمجمع الفقه الاسلامي، مكة، 2010.
- محمد بن ابراهيم السحيباني، آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة مقدمة للهيئة العالمية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض.
- محمد عبد الحلیم عمر، "السلع الدولية وضوابط التعامل فيها"، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الاسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي، دبي، 2005.
- محمد عبد المنعم أبو زيد، السلع الدولية وضوابط التعامل بها، منظمة المؤتمر الاسلامي، دبي، 2005.
- ميثم ربيع هادي الحسنوي، محمد علي ابراهيم العامري، أساسيات عقود مستقبلات السلع مع التركيز على عقود مستقبلات النفط الخام، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد 21، جامعة كربلاء، 2008.

الأطروحات والمطبوعات العلمية:

- حسين هادي عباس الكندي، استخدام عقود الخيار في التخفيض من المخاطر—دراسة لعينة من أسهم الشركات المتداولة في بورصة العراق للأوراق المالية-، رسالة ماجستير، القادسية، 2019.
- سعد بن علي بن تركي الجلعود، سوق السلع الدولية، أطروحة دكتوراه، جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية، الرياض، 2012.
- سميرة محسن ، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية —دراسة حالة BNP PARIBAS ، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2006.
- عبد القادر أوزال، محاضرات في بورصة البضائع، جامعة البليدة 2، 2020.
- محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص: تجارة دولية وإمداد، جامعة البويرة 2021.
- وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، أطروحة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، 2009.

2- المراجع باللغة الأجنبية:

- TEULOR. F, Les marchés de capitaux, édition de seuil, Paris, 2001.
- Morvan.J, Marchés et instruments financiers, Dunod, Paris, 2009.
- VITRAC. D, Tout savoir sur la bourse, Gualino éditeur, Paris, 2001.
- NAVATTE. P, Instrument et marches financiers, Edition managment, 2002.
- HORNY. G, La bourse pour les nuls, First Editions, Paris, 2014.
- Steve Ambler, les contrats à terme, université du Québec, 2017.