

2025-2024



جامعة عبد الحميد بن باديس-مستغانم-  
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم التجارية



# الأسواق المالية الدولية

## International financial markets

مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر  
شعبة العلوم التجارية- تخصص: مالية وتجارة دولية-

من إعداد المؤلف: د. مكاون محمد الأمين  
(أستاذ محاضر قسم أ)



UNIVERSITE  
Abdelhamid Ibn Badis  
MOSTAGANEM

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم-  
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم التجارية



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية  
وعلوم التسيير - جامعة مستغانم

مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر العلوم التجارية

تخصص: مالية وتجارة دولية

بعنوان:

# الأسواق المالية الدولية

International financial markets

من إعداد المؤلف:

د. مكاوي محمد الأمين (أستاذ محاضر قسم أ)

السنة الجامعية: 2024-2025

سُبْحَانَ اللَّهِ  
وَالْحَمْدُ لِلَّهِ  
الْعَلِيِّ الْعَظِيمِ

وَالْحَمْدُ لِلَّهِ  
الْعَلِيِّ الْعَظِيمِ  
وَالْحَمْدُ لِلَّهِ  
الْعَلِيِّ الْعَظِيمِ

سُبْحَانَ اللَّهِ (85)

# فهرس المحتويات

1..... مقدمة المؤلف

## 5 ..... الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

5..... 1.1. تمهيد

5..... 2.1. مفهوم السوق المالي الدولي

10..... 3.1. أقسام السوق المالي

11..... 1.3.1. سوق رأس المال

11..... 1.1.3.1. الأسواق الآجلة (المستقبلية)

12..... 2.1.3.1. الأسواق الحاضرة (الفورية)

13..... 2.3.1. الأسواق النقدية

14..... 1.2.3.1. أدوات سوق النقد

15..... 2.2.3.1. هيكل سوق النقد

16..... 3.2.3.1. أهمية سوق النقد

17..... 4.2.3.1. سمات سوق النقد المتطور

18..... 5.2.3.1. السوق النقدية المنظمة والسوق غير المنظمة

18..... 6.2.3.1. وظائف سوق النقد وسماته

19..... 7.2.3.1. سمات السوق النقدية

19..... 8.2.3.1. آلية وطريقة عمل سوق النقد

20..... 9.2.3.1. عمليات سوق النقد

21..... 10.2.3.1. سوق النقد الموازي

21..... 11.2.3.1. أهمية السوق الموازي

22..... 4.1. أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية

24..... 5.1. أهداف الأسواق المالية الدولية

25..... 6.1. وظائف الأسواق المالية الدولية

26..... 7.1. المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

26..... 8.1. شروط قيام الأسواق المالية الدولية

28..... 9.1. أدوات الأسواق المالية الدولية

28..... 1.9.1. أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية

29..... 1.1.9.1. أدوات الخزينة

29..... 2.1.9.1. شهادات الإيداع على المستوى الدولي

30..... 3.1.9.1. المقبولات المصرفية

30..... 4.1.9.1. اتفاقية إعادة الشراء

30..... 5.1.9.1. الأوراق التجارية الدولية

31..... 6.1.9.1. قروض اليورو دولار

## فهرس المحتويات

31	2.9.1. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
31	1.2.9.1. أدوات السوق المستقبلية
33	2.2.9.1. أدوات السوق الحاضرة

## 36 الفصل الثاني: سوق رأس المال الدولية

36	1.1. تمهيد
36	2.1. سوق السندات الدولية
36	1.2.1. مفهوم سوق السندات الدولية ونشأتها
37	2.2.1. أشكال السوق
38	1.2.2.1. سوق السندات الأجنبية
38	2.2.2.1. سوق السندات الأوروبية
39	3.2.1. أنواع السندات الدولية
39	1.3.2.1. السندات الكلاسيكية أو السندات ذات معدل الفائدة الثابت
40	2.3.2.1. السندات ذات معدل الفائدة العائم
40	3.3.2.1. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
40	4.3.2.1. السندات مع الرهن
41	5.3.2.1. السندات القابلة للتمديد
41	6.3.2.1. السندات القابلة للدفع المسبق
41	7.3.2.1. السندات القابلة للإطفاء
41	8.3.2.1. السندات القابلة للشراء
42	9.3.2.1. السندات القابلة للاستدعاء

## 44 الفصل الثالث: أهمية وكفاءة الأسواق المالية

44	1.1. تمهيد
44	2.1. أهمية السوق المالية الكفاءة
45	3.1. ماهية كفاءة السوق المالية
47	4.1. شروط السوق الكفاءة
48	5.1. الصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق
48	1.5.1. مستوى النموذج الضعيف لفرضية كفاءة السوق
50	2.5.1. مستوى النموذج شبه القوي لفرضية كفاءة السوق
50	3.5.1. مستوى النموذج القوي لفرضية كفاءة السوق
51	6.1. خصائص سوق رأس المال الكفاء
51	1.6.1. المنافسة الكاملة
52	2.6.1. أسواق ممهدة
52	3.6.1. توفر المعلومات و أفكار متجانسة
52	4.6.1. العقلانية الفردية

## فهرس المحتويات

52.....	5.6.1. السيولة.....
53.....	6.6.1. عمق السوق.....
53.....	7.6.1. حيوية السوق.....
53.....	7.1. الصعوبات التي تحول دون الوصول إلى السوق الكفاء.....

## 56 ..... الفصل الرابع: المشتقات المالية ومخاطرها

56.....	1.1. تمهيد.....
56.....	2.1. تعريف المشتقات المالية.....
57.....	3.1. أنواع المشتقات المالية.....
57.....	1.3.1. العقود الأجلة والعقود المستقبلية.....
58.....	2.3.1. عقود الاختيارات.....
58.....	3.3.1. عقود المبادلة.....
59.....	4.1. أسواق عقود المشتقات.....
59.....	1.4.1. أسواق عقود المشتقات.....
59.....	(a) السوق المنظمة.....
59.....	(b) السوق غير المنظمة.....
60.....	2.4.1. المتعاملون بالمشتقات المالية.....
60.....	(a) المؤسسات.....
60.....	(b) المضاربون.....
60.....	(c) مسيرو المحافظ: صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي.....
62.....	5.1. عقود المشتقات.....
63.....	6.1. مخاطر المشتقات المالية.....
63.....	1.6.1. المخاطر السوقية.....
64.....	2.6.1. المخاطر الائتمانية.....
65.....	3.6.1. المخاطر التشغيلية والإدارية: (المخاطر الرقابية).....
65.....	4.6.1. المخاطر القانونية.....
65.....	5.6.1. أثر الرفع المالي.....
65.....	6.6.1. مخاطر التسوية.....

## 68 ..... الفصل الخامس: الخيارات المالية

68.....	1.1. تمهيد.....
68.....	2.1. مفهوم عقود الخيارات.....
69.....	3.1. أركان عقد الخيار.....
69.....	3.1. أنواع الخيارات.....
70.....	1.3.1. حسب موعد التنفيذ.....

## فهرس المحتويات

70	.....الخيار الأمريكي.1.1.3.1
70	.....الخيار الأوروبي.2.1.3.1
71	.....حسب طبيعة وشروط العقد.2.3.1
71	.....خيار الشراء أو الطلب.1.2.3.1
72	.....خيار البيع أو الدفع.2.2.3.1
73	.....عقود الخيار المزدوجة والمضاعفة.3.3.1
73	.....عقد الخيار المزدوج.1.3.3.1
74	.....عقد الخيار المضاعف.2.3.3.1
76	.....أنواع عقود الخيارات.4.1
76	.....عناصر عقود الخيارات.5.1
77	.....سعر التنفيذ.6.1
77	.....حالة خيار الشراء.1.6.1
77	.....حالة خيار البيع.2.6.1
83	.....العلوة (مكوناتها ومحدداتها).7.1
84	.....القيمة الذاتية.1.7.1
84	.....قيمة الزمن.2.7.1
85	.....التذبذب (الضمني والتاريخي).3.7.1
86	.....التذبذب التاريخي.1.3.7.1
86	.....التذبذب الضمني.2.3.7.1

## الفصل السادس: تسعير عقود الخيارات المالية ..... 89

89	.....تمهيد.1.1
89	.....مفهوم نظرية تسعير الخيارات.2.1
90	.....أساس تسعير الخيارات.3.1
92	.....الأسلوب البياني لتسعير الخيارات المالية.4.1
94	.....نموذج بلاك شولز لتسعير الخيارات المالية.5.1
98	.....نموذج مبدأ التماثل بين حقوق خيارات الشراء وحقوق خيارات البيع لتسعير الخيارات المالية.6.1
101	.....نموذج ذو الحدين (ثنائي الحد) لتسعير عقود الخيارات.7.1

## الفصل السابع: عقود المعاملات في الأسواق المالية ..... 108

108	.....تمهيد.1.1
108	.....عقود المعاملات في السوق الفورية.2.1
108	.....عقود المعاملات في السوق الأجل.3.1
109	.....العقود الأجلة والمستقبلية.4.1
109	.....السوق المنظمة للمشتقات المالية.1.4.1

## فهرس المحتويات

112.....	5.1. أوجه الاختلاف بين العقود الأجلة والعقود المستقبلية .....
115.....	قائمة المراجع.....
115.....	1. المراجع باللغة العربية .....
117.....	2. المراجع باللغة الأجنبية .....

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
08	تعريف السوق المالية من منظور عدد من الكتاب والباحثين	الجدول (1-1)
73	مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع	الجدول (1-5)
78	أنواع الخيارات بحسب ربحيتها	الجدول (2-5)
78	موقف بائع (محرر) ومشتري حق الخيار	الجدول (3-5)
98	قيم محفظة مكونة من أصل وخيار بيع	جدول (1-6)
99	قيم محفظة مكونة من خيار شراء واستثمار بالقيمة الحالية لسعر التنفيذ	جدول (2-6)
102	شجرة نموذج ثنائي الحد	جدول (3-6)
112	أوجه الاختلاف بين العقود الأجلة والعقود المستقبلية	الجدول (1-7)

## قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل البياني	رقم الشكل البياني
10	أقسام الأسواق المالية	الشكل (1-1)
28	أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية.	الشكل (2-1)
49	علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف وتقسيمات فرضية السوق الكفاء	الشكل (1-3)
51	العلاقة بين أشكال الكفاءة السوقية	الشكل (2-3)
61	شجرة المشتقات المالية	الشكل (1-4)
69	أركان عقد الخيار	الشكل (1-5)
71	خيار شراء طويل الأجل	الشكل (2-5)
72	خيار بيع طويل الأجل	الشكل (3-5)
75	أنواع الخيارات المالية	الشكل (4-5)
76	عقد الخيار من حيث النوع	الشكل (5-5)
85	قيمة الخيار وعلاقتها بالزمن	الشكل (6-5)
85	العلاقة بين قيمة الزمن وقيمة الأصل والعلاوة	الشكل (7-5)
87	العلاقة بين التذبذب الضمني والتاريخي	الشكل (8-5)
92	أساليب تسعير الخيارات المالية	الشكل (1-6)
93	قيمة حق خيار شراء لأسهم عادية وفق الأسلوب البياني	الشكل (2-6)
93	قيمة حق خيار بيع لأسهم عادية وفق الأسلوب البياني	الشكل (3-6)
105	شجرة نموذج الحد (قيمة الأصل)	الشكل (4-6)
106	شجرة نموذج ثنائي الحد (قيم الأصل وأسعار الخيار)	الشكل (5-6)
110	المقارنة بين سوق المشتقات المالية المنظمة وغير المنظمة	الشكل (1-7)

### مقدمة المؤلف

بسم الله الرحمن الرحيم  
والصلاة والسلام على سيد الأولين والآخرين؛



أما بعد؛

هذا السند البيداغوجي الموسوم بـ "الأسواق المالية الدولية" موجه إلى طلاب السنة الأولى ماستر  
شعبة العلوم التجارية، تخصص: مالية وتجارة دولية، وإلى كل طلاب التخصصات الأخرى المعنيين، وإلى  
كل المهتمين بميدان البحث في المالية الدولية، ويهدف هذا السند البيداغوجي إلى إلقاء الضوء على  
المفاهيم الأساسية في الأسواق المالية الدولية. حيث تسعى هذه المطبوعة البيداغوجية إلى تمكين الطلاب  
من اكتساب المعارف والمفاهيم التالية:

#### أولاً: مستوى المعرفة والتذكر

الطلاب في هذا المستوى يستعيدون المعلومات من الذاكرة (المكتسبات القبلية) حيث يقوم الطالب  
باستذكار مبادئ الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال وما يتعلق بنظرية الاحتمالات يتذكر الطالب  
مكتسباته القبلية من أفكار ومعلومات تسمح بهيئته للدخول في المحاضرة ويتم إعطاء الطالب أسئلة  
اختيار متعددة ويطلب منه الاجابة عليها كما يمكن اعطاء الطالب أسئلة اختيار متعددة ويطلب منه  
الإجابة عليها.

#### ثانياً: مستوى الفهم

يقوم الطلاب في هذا المستوى بفهم واستيعاب الاسس المرتبطة بـ: الأسواق المالية والتي تسمح  
للطالب بفهم أداء الأسواق المالية وتوجهاتها، يتم إعطاء بعض الأسئلة للطالب انطلاقاً مما تم تدريسه

#### ثالثاً: مستوى التطبيق

يتعرف الطالب على أسس قياس أداء الأسواق المالية العالمية والمحلية وكذا اتجاه السوق ويجري  
الطالب مجموعة من التطبيقات حول طرق التنبؤ بالأسعار في الأسواق المالية ويستخدم الطالب

مجموعة من الأدوات للتنبؤ بالعائد والمخاطرة في الأسواق المالية

### رابعاً: مستوى التركيب

الطالب في هذا المستوى تكون له القدرة على اعداد تحليلات مالية لاتجاهات السوق المالية بناء على المعلومات المتوفرة حول السوق كما يمكن للطلاب التمييز بين مختلف الأدوات المالية المدرجة في السوق المالية ويفسر سلوك سعر الأداة المالية كما يمكن للطلاب القيام باستنتاجات حول مجال الأسواق المالية ودمغها بحقائق لدعم عموميتها وهذا انطلاقاً من المحاضرات المقدمة له حيث تمت هيكلة هذه المطبوعة إلى سبعة (07) فصول، تضمنت تقريباً كل العناصر المهمة في مادة الأسواق المالية الدولية كما يلي:

**الفصل الأول** خصص إلى مدخل إلى الأسواق المالية الدولية من خلال التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بمفهوم السوق المالي، أقسام السوق المالي، أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية، أهداف الأسواق المالية الدولية، وظائف الأسواق المالية الدولية، المتعاملون في الأسواق المالية الدولية، شروط قيام الأسواق المالية الدولية، أدوات الأسواق المالية الدولية. أما **الفصل الثاني** فقد تطرقنا فيه إلى سوق رأس المال الدولية، من خلال معالجة سوق السندات الدولية، أما في **الفصل الثالث** فقد عالجتنا فيه أهمية وكفاءة الأسواق المالية، من خلال التطرق إلى أهمية السوق المالية الكفؤة، ماهية السوق المالية الكفؤة، شروط السوق الكفؤة، الصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق، خصائص سوق رأس المال الكفاء، الصعوبات التي تحول دون الوصول إلى السوق الكفاء.

حُصص **الفصل الرابع** إلى التطرق إلى المشتقات المالية ومخاطرها، من خلال التعرّيج على مفهوم المشتقات المالية، أنواع المشتقات المالية، أسواق عقود المشتقات، عقود المشتقات، مخاطر المشتقات المالية.

**الفصل الخامس** حُصص إلى التطرق إلى الخيارات المالية، من خلال التعرّيج على مفهوم عقود الخيارات، أركان عقد الخيار، أنواع الخيارات، أنواع عقود الخيارات المالية، عناصر عقود الخيارات المالية،

سعر التنفيذ، العلاوة (مكوناتها ومحدداتها).

**الفصل السادس** الموسوم بـ: تسعير عقود الخيارات المالية، حيث تم التعرّيج على مفهوم نظرية تسعير الخيارات المالية، أساس تسعير الخيارات، أساليب تسعير الخيارات المالية (الأسلوب البياني، نموذج بلاك شولز، نموذج مبدأ التماثل بين حقوق خيارات الشراء وحقوق خيارات البيع، نموذج ذو الحدين).

أما في **الفصل السابع** والأخير، فقد تم تخصيصه لمعالجة عقود المعاملات في الأسواق المالية، من خلال التطرق إلى عقود المعاملات في السوق الفورية، عقود المعاملات في السوق الآجلة، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

في الأخير، نرجو أن يكون هذا السند البيداغوجي سنداً وعوناً حقيقياً للطلاب ولكل المهتمين بمجالات البحث في المالية الدولية وبالأخص الأسواق المالية الدولية، وأن تجد هذه المطبوعة البيداغوجية صدى طيباً لدى كل من يطلع عليها، وأن تكون نافعة، مساهمة في تعزيز المعرفة في هذا الحقل البحثي، وأن تكون خالصةً لله سبحانه وتعالى، كما نتقبل بصدر رحب بجميع الانتقادات والملاحظات البناءة، والتي سنأخذها بعين الاعتبار في تصويب النقائص والأخطاء التي يشتمل عليها هذا السند البيداغوجي.

**المؤلف: د. مكايي محمد الأمين**

# الفصل الأول

مدخل إلى الأسواق المالية  
الدولية

## الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

### 1.1. تمهيد

يعرف العالم تطورات وتغيرات جذرية عميقة مست جميع الجوانب الاقتصادية والسياسية، ونلاحظ أن العالم برمته ازداد اهتمامه برأس المال، وعليه كان لزاماً البحث عن أماكن تواجده، والبحث عن طرق الحصول عليه والأسواق المالية تعتبر من أهم الأذواق التمويلية لدى الكثير من الدول لذلك جعلتها في قمة الهرم المالي لديها ولمواجهة التطورات والتغيرات التي يعرفها العالم، وهذا الدور الممكن أن تلعبه هذه الأسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية واعتبارها كقاعدة أساسية من قواعد التمويل لذا كان البد من إعطائها الأهمية البالغة.

### 2.1. مفهوم السوق المالي الدولي

- هي مكان للتبادل بين البائعين والمشتريين. زيادة على ذلك وكما هو الحال في أي سوق، تحدد أئمنة البيع والشراء حسب مستوى العرض والطلب. ويتعلق هذا التبادل بمنتجات أو بأدوات مالية.
- **تعرف الأسواق المالية** على أنها المكان الفيزيائي أو الافتراضي الذي تتفاعل فيه قوى العرض والطلب للأصول المالية فقط باختلاف أشكالها وفترات سداد الدين فيها وتسويتها.
- **كما يعرف السوق المالي** انه الآلية التي من خلالها يتم تسوية الديون والمدفوعات مختلفة المدى.
- تعني الأسواق المالية العديد من المؤسسات المالية وبيوت السمسرة المالية أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين.
- سوق رؤوس الأموال كأى سوق آخر، لكن سلعته الأساسية هي الأسواق المالية (أسهم وسندات) والسوق بهذا المفهوم ال يشترط أن يكون له وجود مادي، فمهمته الأساسية تسهيل الاتصال بين البائع والمشتري.

- هي عبارة عن حلقة وصل أو مكان التقاء البائع والمشتري والذي يكون فيه عرض وطلب الأموال من قبل المدخرين والمستثمرين.
- **إن الأسواق المالية** تعهد على إيجاد الطرق المناسبة التي يرغب المدخرون استثمار أموالهم فيها من
- حيث الفترة التي يرغبون التخلي عن أموالهم فيها وقد تختلف من شخص إلى آخر من حيث الشروط ورغبتهم في المخاطر أو عدمها.
- هي الأسواق أين يتم إصدار وتبادل وتداول وتصفية الديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات التمويل والتداول الدولي لرؤوس الأموال.
- تلك اللية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه ادخارات الشركات والحكومات والأفراد على مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية.<sup>1</sup>
- بأنه الآلية التي تمكن وتيسر للمتعاملين فيها القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار القصيرة والطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة والأسعار تعكس فرضية السوق الكفو.<sup>2</sup>
- هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد في تكوين وصناعة رأس المال الذي يعتبر واحداً من أهم عوامل الإنتاج.<sup>3</sup>
- وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والوسطاء والمتعاملون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقد أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق

<sup>1</sup> مروان عطون: الأسواق المالية والنقدية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية-الجزائر- 1993، ص. 16.

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

<sup>3</sup> محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص. 1.

وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة طويلة أو قصيرة اعتماداً على

قوانين وأنظمة وتعليمات وبالتالي حد ما عادات وتقاليد والأعراف معتمدة محلياً أو دولياً.<sup>1</sup>

وتأسيساً على ما سبق يُمكن تقديم مجموعة من التعريفات التي قدمها بعض الكتاب والباحثين وبحسب ما

هو موضح في الجدول الآتي:

---

<sup>1</sup> هوشيار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع -عمان، الأردن، 2003، ص. 61.

الشكل (1-1): تعريف السوق المالية من منظور عدد من الكتاب والباحثين

الرقم	الكاتب	سنة الاصدار	الصفحة	التعريف
1	Dudley	1994	31	المكان أو الآلية التي بمقتضاها ومن خلالها يتم حيازة الأصول (الموجودات المالية) وتداولها.
2	Richard & David	1996	112	الإطار العام المؤسسي أو مجموعة المؤسسات المالية التي يتلقى من خلالها طالبوا الأموال وعارضوها.
3	الزبيدي	2001	114	الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة.
4	النجار	2002	25	عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، إذ يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

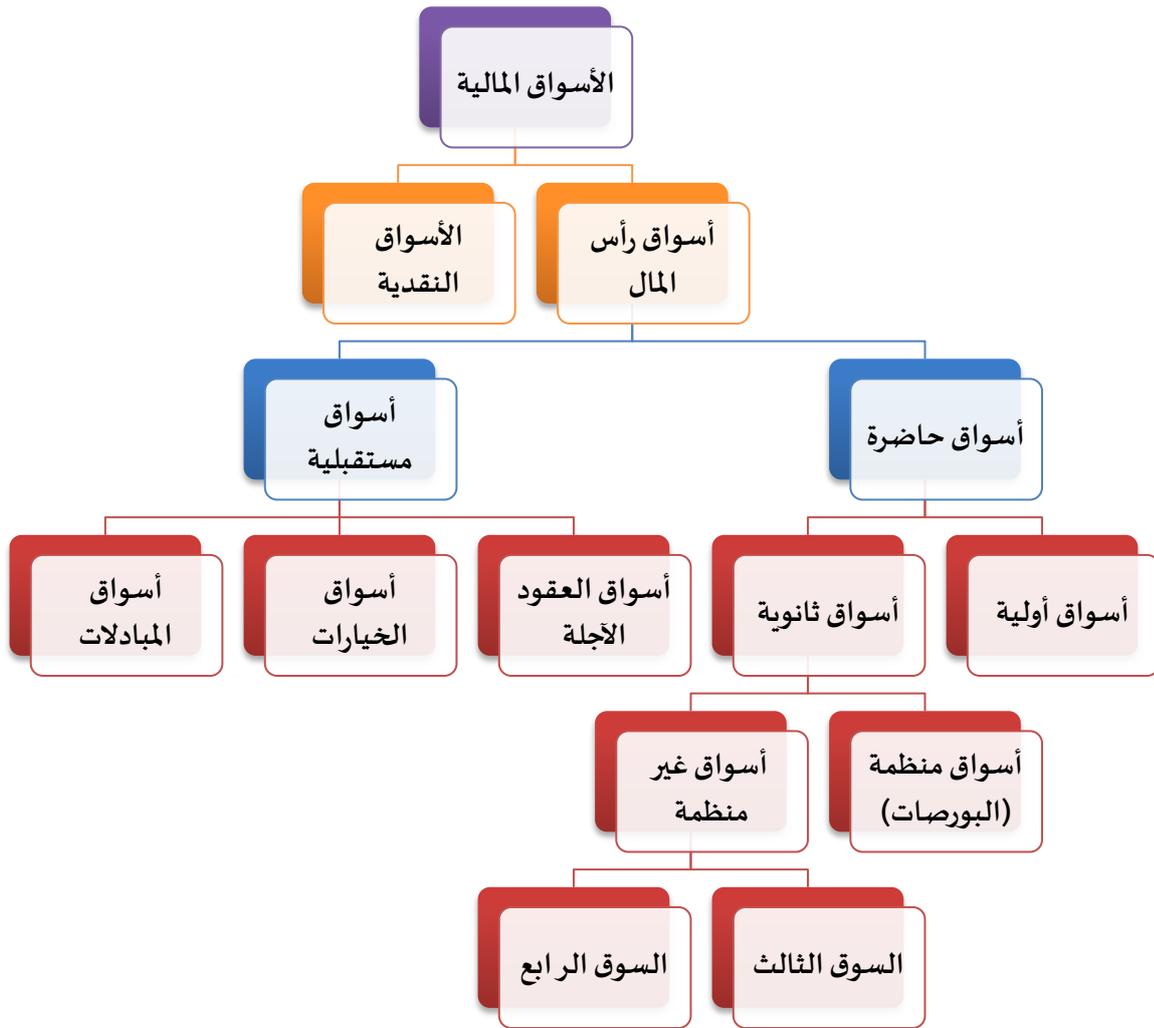
بأنه المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأموال مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تُمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي.	12	2002	Eiteman	5
بأنه مكان لتلبية حاجة معينة مقابل التخلي عن مبلغ معين من النقود.	166	2007	Mishkin	6
أنه سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعاً وشراءً.	68	2012	Bhatti & Nguyen	7
السوق التي يتم فيها بيع وشراء وتبادل الأسهم والأوراق المالية لمختلف الشركات والصناعات اعتماداً على العلاقة بين العرض والطلب.	35	2012	Hanousek & Novotny	8
ذلك النظام الذي يتم بموجبه الجمع بين المتعاملين بالأوراق المالية، وهم البائعون والمشترون للأوراق المالية.	313	2012	Mizen & Tsoukas	9
مؤسسة مالية تتعامل فيها أطراف مختلفة من أفراد ومؤسسات في بيع وشراء الأوراق المتكونة من الأسهم والسندات إذ أن الأسهم هي شهادات ملكية بينما تمثل السندات شهادات الإقراض.	77	2012	Buttnera & al	10

المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن: حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفضل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، 2015، ص.ص: 14-15.

### 3.1. أقسام السوق المالي

تركز العديد من المراجع العلمية فيما يخص أقسام الأسواق المالية على معايير مختلفة لإبراز أجزاء السوق المالي، إلا أن أكثر التقسيمات شيوعاً، هو التقسيم الذي يقر على أن السوق المالي يتكون من فرعين رئيسيين هما سوق رأس المال والسوق النقدية، وما يتفرع عن كل واحد منهما، كما يوضح ذلك الشكل رقم (01) التالي:

الشكل (1-1): أقسام الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحث، استناداً إلى المرجع: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، الدارالجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.ص: 23-24.

## 1.3.1. سوق رأس المال

وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي: التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كألسهم. وإنما سميت سوق رأس المال؛ لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلف. وتنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق، وهي:

♣ الأسواق الآجلة (المستقبلية)؛

♣ الأسواق الحاضرة (الفورية).

## 1.1.3.1. الأسواق الآجلة (المستقبلية)

وهي جزء من السوق المالية تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود واتفقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، وتعرف أيضاً بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (السهم والسندات) وغيرهما.<sup>1</sup>

وهناك عدة عقود مشتقات وتسمى كل سوق على اسم العقود المبرمة فيها، فمنها:<sup>2</sup>

## سوق عقود الخيارات

ويتم فيها بيع وشراء عقود الخيار، وهذه العقود تعطي لصاحبها الحق في البيع أو الشراء،<sup>3</sup> لأصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحدد الشروط<sup>4</sup> والعلاوة مقابل ذلك الخيار

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص. 65.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 67.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 67.

<sup>4</sup> مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع - القاهرة، 1997، ص. 164.

أو مقابل إلزامية العقد،<sup>1</sup> وعقود الخيار في الأساس غير ملزمة لحاملها.<sup>2</sup>

### سوق العقود الآجلة

هي سوق تتعلق عقودها بشراء أو بيع كمية كبيرة معينة من سلعة أو من أداة مالية عند سعر معين في وقت محدد، وهي عقود ملزمة، لا تنطوي على حق الخيار في التنفيذ من عدمه.<sup>3</sup>

### سوق عقود المبادلات (عمليات SWAP)

وهي سوق يتم فيها نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة والآخر للعملة، ويتم من خلالها الاتفاق بين طرفين عن طريق وسيط على تبادل التزامات وحقوق<sup>4</sup> خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ.<sup>5</sup>

### 2.1.3.1. الأسواق الحاضرة (الفورية)

ويقصد بها تلك السوق التي يتم فيها تنفيذ الصفقات فوراً، حيث يتم تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة عادة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل. ويتفرع من السوق الحاضرة نوعين من الأسواق المالية هما:

### السوق الأولية

وتعرف أيضاً بسوق الإصدارات الجديدة، حيث يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من طرف الشركات أو الجهات الحكومية وطرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، من أجل تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها.

وعادة ما يتم إصدار وتسويق الأوراق المالية الجديدة والترويج لها بواسطة مؤسسة مالية متخصصة

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفاس للطباعة والنشر والتوزيع – عمان، الأردن، 2013، ص. 254.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مبتدئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1988، ص. 91.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 67.

<sup>4</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات | الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر - الأردن، 2004، ص. 316.

<sup>5</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية مصر، 2005، ص. 167.

تسمى ببنوك الاستثمار، وعادة البنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية الأخرى.

وتؤدي المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيسياً في هذه الأسواق، لا سيما بنوك الاستثمار التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها، وأنسب توقيت الإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة وكذا قد تضمن للشركات بيع معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف بنك الاستثمار كل من البنوك وشركات سمسة الأوراق المالية.

### 2.3.1. الأسواق النقدية

وهي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواءً أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول. وإنما سميت هذه السوق بـ(سوق النقد) لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين. كما يقصد به ميكانيكية جعل المقترضين والمقرضين يلتقون معاً، وتسهيل مهمتهم وتنفيذها بكفاءة، وهو السوق الذي يوفر الأموال بالأجل القصير، والمقصود بذلك هو تلبية حاجة المقترضين وتوفير السيولة لهم وللمقرضين، وتضم السوق النقدية العديد من المؤسسات المختلفة التي تتعامل بالنقد وشبه النقد، ويوصف سوق النقد بأنه بمثابة آليات التعامل قصير الأجل للقروض والصفقات المالية لدولة معينة أو ربما للعالم ككل حيث تتم عمليات المقاصة والتسوية. وتعد السوق النقدية جزءاً لا يتجزأ من النظام المصرفي التجاري، وتبرز أهميته بشكل كبير للاقتصاد والمجتمع من حيث توفير السيولة والمساهمة في إدارة النقد في الاقتصاد.

ان من المهم الإشارة إلى ان سوق النقد لا ترتبط بمكان معين أو حدود معينة، لهذا عند التعريف بها

لا يقال بانها المكان الذي تتم فيه الصفقات النقدية أو المعاملات النقدية أو ربما عبارات من هذا القبيل، وانما يقال انها آليات أو ميكانيكيات التي تتم من خلالها المعاملات المالية من عمليات اقراض واقتراض ذات الأجل القصيرة وقد تخص اقليم معين أو دولة بكاملها أو ربما مجموعة من الدول، أو ربما عمليات من مختلف دول العالم، ومضمون ذلك حيث تتم عمليات التسوية والمقاصة. وعلى الرغم من كل ذلك اي عدم ارتباط سوق النقد بموقع معين، إلا ان تحديد موقعاً جغرافياً للسوق يمكن من خلال ربط المعاملات المالية قصيرة الاجل بموقع حدوثها مدينة أو اقليماً أو دولة أو ربما العالم ككل. يتضح مما سبق ان طبيعة التعاملات المالية قصيرة الاجل وموقع حدوثها تحدد الحدود المكانية لذلك السوق وعلى هذا الاساس مثلاً فان سوق عمان النقدية تخدم الاردن بكاملها، وسوق النقد في البحرين تقدم خدماتها للبحرين ولكل الشرق الاوسط، وسوق النقد في لندن تقدم خدماتها لكل العالم وكذلك سوق نيويورك وطوكيو ولهذا توصف بانها سوقاً دولية.

تتسم السوق النقدية بانها تتضمن عدة قطاعات أو اسواق فرعية مثل اسواق القروض واسواق القطع أو الخصم واسواق القبول إلى غير ذلك والتي سنأتي إلى شرحها لاحقاً، ويعتمد سوق النقد على اليات العرض والطلب للأدوات التي يتعامل معها، وتتسم كل الادوات التي يتم التعامل معها في السوق النقدية بان اجالها قصيرة بعبارة اخرى انها تتعامل بالأموال ذات الاجل القصير، فالعرض مصادره المقرضون ومنهم المصرف المركزي والمصارف التجارية والمؤسسات المالية، اما الطلب فمصادره المقترضون وهم الحكومة ووحدة الاعمال والمصارف التجارية ووسطاء السوق والافراد.

### 1.2.3.1. ادوات سوق النقد

الادوات التي يتم التعامل بها في السوق النقدية هي عبارة عن ادوات مالية قصيرة الاجل واهمها:

▪ فواتير تجارية (كمبيالات وسفاتج): ويقصد بها تلك الاوراق التجارية التي تنشأ من خلال

التعاملات التجارية.

- أوراق تجارية مقبولة من قبل المصارف (أوراق مخصومة) وهي تلك الأوراق التي قبلها المصرف ويخصمها لمصلحة زبائنه.
- ادونات الخزينة: ويقصد بها تلك الأوراق ذات الاستحقاقات قصيرة الاجل التي تصدرها الحكومة لمقابلة حاجة مالية معينة قصيرة الاجل.
- أوراق حكومية ذات اجال قصيرة: وغالباً ما تصدرها الحكومة لفترة زمنية قصيرة لأغراض معينة.
- أوراق تجارية: انها ادوات ائتمانية قصيرة الاجل تتراوح استحقاقاتها بين 90-180 يوم، وتعتمد كأدوات في بعض اسواق النقد.
- ادوات اخرى: وهناك العديد من الادوات التي تستخدم في اسواق دون اخرى ومعظمها قريبة إلى النقد واجالها قصيرة.

### 2.2.3.1. هيكل سوق النقد

- يتكون سوق النقد من عدة اسواق فرعية، حيث يختص كل سوق فرعي بنشاط معين ومنها:
- سوق النقد الخاصة بالنداء على القروض Call Money Market وتختص مثل هذه الاسواق الفرعية بالقروض ذات الاجل القصير والذي لا يزيد عن سبعة ايام وغالباً ما يكون ليوم أو يومين، وتنفذ مثل هذه العمليات بأشكال مختلفة ففي بعض الدول تنفذها المصارف وفي اخرى ينفذها الوسطاء والسماسرة، وهكذا.
  - سوق القبول Acceptance Market، وهو أيضاً من الاسواق الفرعية ويختص بقبول الحوالات لصالح المستفيدين منها، مثال ذلك Acceptance House في سوق النقد في لندن، كذلك المصارف التجارية يمكن لها ان تقبل الحوالات لصالح زبائنها سواء منها الوطنية ام الاجنبية.
  - سوق الخصم Discount Market وهو شكل اخر من فروع سوق النقد ويختص بخصم الأوراق

التجارية ويقوم بهذه العمليات المصارف التجارية أو مؤسسات أخرى مثال ذلك ما يسمى Discount House بيوت الخصم التابعة لسوق النقد في لندن.

- سوق القروض الجانبية Collateral Loan Market يختص هذا السوق الفرعية بالتعامل بالقروض ذات الضمانات قصيرة الاجل، وتقوم العديد من المؤسسات من مصارف تجارية ووسطاء اسواق الاوراق المالية بهذه المهمة.

### 3.2.3.1. اهمية سوق النقد

ان اهمية وجود سوق نقدية منظمة ومتطورة يكمن في جملة المهام والوظائف المتعددة التي يمكن ان تنجزها وتعود بالنفع والفائدة على الاقتصاد وحركة التنمية الاقتصادية للدولة، ويمكن تلخيص هذه المهام والوظائف بما يلي:

- المساهمة في دعم القطاع الصناعي والتجاري من خلال توفير رأس المال العامل وذلك من عمليات الخصم التي ينفذها السوق للعديد من الاوراق التجارية من حوالات وسفاتي وكمبيالات وسندات وشيكات إلى غير ذلك، ويسهل للبائع مهمة البيع ويسهل للمشتري اتاحة المزيد من الوقت لتوفير المال اللازم، وان السوق يوفر الكثير لأصحاب الاعمال وبكلف منخفضة أو حتى من دون كلف في الكثير من الاحيان.
- إذا كانت التعاملات في السوق ذات طبيعة قصيرة الاجل ويمثلها في كثير من الاحيان المصارف التجارية بما تقدمه من خدمات فان هذا السوق يوفر أيضاً آليات العمل الاستثماري قصير الاجل، حيث يتمتع بمرونة عالية في هذا المجال.
- يسهم سوق النقد في معالجة الكثير من المشاكل المالية الوقتية التي قد تواجه المصرف المركزي والحكومة، فالسوق تكون قادرة على استيعاب اصدارات حوالات الخزينة والاوراق قصيرة الاجل من دون ان تلجأ الحكومة إلى الاصدار النقدي.

- يسهم سوق النقد في توجيه سياسات المصرف المركزي اثناء التطورات والمستجدات التي تحدث فتؤثر على ظروف الائتمان والنقد.
- يسهم سوق النقد في تفعيل سياسات المصرف المركزي وذلك من خلال سرعة نقل الاموال وكفاءة العمل واستقرار سعر الفائدة.
- ان السوق النقدية يمكن ان تسهم في تطوير سوق راس المال من خلال ادارة سعر الفائدة.

#### 4.2.3.1. سمات سوق النقد المتطور

تتسم سوق النقد المتطورة ببعض السمات التي تميزها واهمها:

- وجود المصرف المركزي: انه القائد والموجه للسوق المالية في الدولة، ولا بد ان يكون مصرفاً كفؤاً وفاعلاً وقادراً على ادارة العمليات النقدية في الدولة، من حيث تخطيط وتنفيذ القطاعات النقدية والسيطرة عليها اي السوق النقدية؛
- كفاءة انسيابية التدفقات النقدية والمالية وعملها بحرية بين عناصر ومؤسسات السوق النقدية؛
- نظام مصرفي تجاري منظم تنظيماً جيداً وهذا يعني نظاماً مصرفياً منظماً وقادراً على مقابلة متطلبات الاقتصاد وتلبية احتياجاته؛
- توفر المؤسسات والكفاءات القادرة على ادارة السيولة وادارة القروض بأجلها القصيرة النقدية والتي تكون عرضة للمزيد من المشاكل والمعوقات؛
- توفر الادوات المالية والنقدية التي تسهل عمليات نقل الاموال بكفاءة وفاعلية؛
- حرية عمل وتحرك سعر الفائدة وتوفر الاليات التي تساعد في الحركة؛
- تكون السوق النقدية ذات حساسية عالية للمتغيرات السياسية الاقتصادية الداخلية والخارجية؛

— واخيراً فإن من أهم سمات سوق النقد المتطور توفر ووجود مؤسسات مالية متطورة تعني بالادخار والاستثمار والاستيراد والتصدير إلى غير ذلك.

### 5.2.3.1. السوق النقدية المنظمة والسوق غير المنظمة

تصنف الأسواق على أساس درجة تطورها وتنظيمها، ففي أي اقتصاد هناك السوق المنظمة وأيضا السوق غير المنظمة، وكلما تطور الاقتصاد كلما اتسعت السوق المنظمة وضاقت السوق غير المنظمة، وفي الدول المتقدمة تتسع السوق المنظمة وتضيق السوق غير المنظمة والعكس في الدول النامية حيث تتسع السوق غير المنظمة وتضيق السوق المنظمة، وهكذا تعمل الحكومات ضمن برامجها التنموية على تضيق الفجوة بين السوقيين المنظمة وغير المنظمة.

ويقصد بالسوق النقدية المنظمة تلك المؤسسات والقطاعات النقدية التي تكون خاضعة لسيطرة المصرف المركزي، أما السوق غير المنظمة فهي القطاعات النقدية التي يصعب على المصرف المركزي ادارتها والسيطرة عليها.

### 6.2.3.1. وظائف سوق النقد وسماته

ان الوظيفة الرئيسية لسوق النقد هي لخدمة السيولة تلبية الحاجة لها من قبل المؤسسات المالية وبالتحديد النظام المصرفي، وان السوق نفسه يعد سوقاً للأموال قصيرة الاجل، وهذا يعني انه يمكن ان يوفر المال ليوم واحد أو أتن تودع فيه الاموال ليوم واحد ولغاية سنة كاملة وبالتحديد لا يمكن الاجل القصير ان يتجاوز السنة وبالتالي يمكن القول ان الوظيفة المهمة والاساسية هي لتوفير السيولة أو ربما لاستثمارات قصيرة الاجل ومضمونها التخلص من السيولة في ادوات نقدية يمكن ان تحقق هوامش بسيطة من الربح بدلاً من ترك الاموال النقدية مجمدة أو لشوط قصير قد يكون بيوم واحد وهكذا.

الوظائف الاخرى التي يمكن ان يقدمها سوق النقد هي لتمويل القروض قصيرة الاجل وتمويل حاجات الحكومة ومعاملاتها اليومية، وكذلك يمكن لسوق النقد ان تعيد التمويل بالقروض وبحالات

الخزينة، والاهم من كل هذا هو لتشغيل وتدوير النقد في النظام المصرفي، فالمصرف يمكن ان يقرض المصارف الاخرى من خلال سوق النقد ويمكن له أيضاً ان يقترض من خلال السوق من قبل مصارف اخرى وكل هذا بتعاملات قصيرة الاجل، وبهذا يوفر السوق النقدي اداة مناسبة للمؤسسات المالية ومنها المصارف الاستخدام الافضل من خلال استغلال كل الفرص المتاحة للحصول على الاموال أو ربما بإيداع الاموال الفائضة لمدة قصيرة جداً ومن هنا يمكن القول ان السوق النقدية يمكن ان تعد اداة جيدة لإدارة السيولة في المؤسسة المالية.

### 7.2.3.1. سمات السوق النقدية

- تعد السوق النقدية بمثابة سوق للجملة مما يعني كبر حجم الصفقات المتداولة في سوق النقد.
- ان الادوات الرئيسية التي يتم التداول بها في السوق هي الودائع قصيرة الاجل والاوراق القابلة للتسويق.
- يعد السوق منفذاً للمتعاملين بالنقد وملجأً خيراً للمؤسسات المالية بشكل عام والمصارف بشكل خاص.

### 8.2.3.1. آلية وطريقة عمل سوق النقد

عند الحديث عن سوق النقد لابد من التطرق لسؤال مفاده كيف يعمل سوق النقد؟

يشترك في عمل السوق عدد من المشاركين ومنهم:

- المؤسسات المالية وبالتحديد المصارف؛
- مؤسسات سوق النقد مثل بيوت الخصم وغيرها؛
- المصرف المركزي؛
- مؤسسات اخرى مثل الشركات وغيرها.

وإذا تعرفنا على المشاركين في علم سوق النقد لابد من التطرق إلى اهداف هؤلاء لكي نفهم لماذا

يشترك هؤلاء وكيف يساهموا في عمل سوق النقد.

اهداف المشتركين في عمل سوق النقد:

ان الاهداف التي يسعى لتحقيقها المشتركين في عمل سوق النقد تكمن في الاتي:

1. تغطية وتمويل اي عجز نقدي يمكن ان تقع فيه المؤسسات المالية والمصارف والمصرف المركزي

والشركات الكبيرة وغيرها كثير في الاجل القصير فالسوق يساهم في حل مشكلة السيولة لهم.

2. استثمار وتشغيل اي فائض نقدي لدى هؤلاء الفئات في السوق من خلال اقراضه بأجل قصير

عبر السوق فيكون قد حقق الربحية لهذه الجهات.

### 9.2.3.1. عمليات سوق النقد

تتضمن عمليات سوق النقد جانبين من العمليات في اليوم الواحد:

♣ الجانب الاول: تضع المؤسسات المالية الرئيسية المعول عليها في السوق في الصباح تقديراتها للمركز

النقدي الذي تتوقع الحاجة له اعتماداً على عمليات سابقة ومن هنا يعد مسبقاً تقديراً بالحاجة

للقدم لذلك اليوم.

♣ الجانب الثاني: بين الصباح وساعة بداية عمل السوق وبين منتصف اليوم بحسب المركز النقدي

اي الرصيد فاذا كان هناك فائض من النقد فيعرض للإقراض بأجل قصير وإذا كان هناك عجزاً

من النقد فهذا قد يطلب مزيداً من النقد كودائع قصيرة الاجل أو قد يصدر السوق وثائق

مطلوبات سائلة يطلق عليها وثائق ايداع وقد تلجأ المؤسسات العاملة في السوق إلى خلق السيولة

من خلال دعوة مؤسسات للإيداع لديهم.

يعمل في السوق بعض المؤسسات منها بيوت الخصم وهنا ويستفاد من هذه البيوت في دعم العرض

والطلب من النقد وفي نهاية اليوم تسجل الارصدة وتعد التسويات وتحفظ في المصرف المركزي.

## 10.2.3.1. سوق النقد الموازي

ان كل المصارف تستطيع ان تتعامل مع بعضها من دون المصرف المركزي ويمكن التمييز بين المصارف المسجلة في سوق النقد وبالتحديد في بيت الخصم في السوق واخرى غير مسجلة ويمكن للجميع اي جميع المصارف ان تعمل في سوق موازي وتصنع العديد من الصفقات، ويقصد بالسوق الموازي بانه سوق للتعاملات النقدية قصيرة الاجل، وتعاملاته بكميات كبيرة من النقد وبنسبة ضئيلة من الربح والمتعاملون فيه هم المصارف وبيوت الخصم ويمكن توصيف السوق الموازي بأنه يتكون من: سوق المصارف مع بعضها ويطلق عليه:

وهو السوق الذي يقوم على تعاملات المصارف مع بعضها وذلك بأن تفرض المصارف بعضها البعض ومثلها في ذلك مثل بيت الخصم في سوق النقد فهو الذي يوفر كل الآليات للمؤسسات المالية ومنها المصارف لتغطية عجزها واستثمار فوائضها النقدية وقد تطور هذا السوق في عقد الستينات بعدما بدأت المصارف بفتح فروع لها في دول اخرى فانتشرت فروعها واحتاجت للتعامل مع بعضها فنشأ هذا السوق.

#### 📌 سوق وثائق الودائع

ويعد هذا السوق عاملاً في اصدار وثائق الايداع اي انه سوقاً للودائع وفق آليات وتقنيات معينة وبأجال قصيرة.

#### 📌 سوق الاوراق التجارية

الاوراق التجارية هي الاوراق التي تصدرها الشركات الكبيرة ولأجال قصيرة ويتم التعامل في مثل هذه الاوراق في سوق نقدية تسمى سوق الاوراق التجارية.

وهناك أيضاً اسواق اخرى منها: سوق الادارة المحلية The Local Authority Market سوق اليورو

The Euro Markets

## 11.2.3.1. أهمية السوق الموازي

بعد التطورات النقدية في العالم فقد أدت إلى توسع العمليات النقدية فلم يعد المصرف المركزي

عبر بيت الخصم في السوق النقدية التقليدية الذي كانت تتم من خلاله كل التعاملات اليومية وبتوسع السوق الموازي فان المؤسسات المالية والمصارف باتت أكثر حرية ومرونة في تعاملاتها ولكن في المقابل تعقدت مهمة المصرف المركزي في السيطرة على العمليات النقدية وقادت أيضاً مثل هذه الأسواق إلى تقليل كلفة العمليات النقدية.

كذلك لم يعد بيت الخصم في السوق النقدية التقليدية هو المصدر الأول والآخر للقروض قصيرة الاجل بل اضيف مصدر اخر لا بل مصادر اخرى وايضا للإيداع وبالتالي بات امر السيولة أكثر يسراً من ذي قبل، والامر الأكثر اهمية هو من خلال هذه السوق زادت المنافسة وانخفض الهامش بين فائدة الاقراض والإيداع أيضاً انخفضت كلفة المعاملات، ولقد قادت السوق إلى خلق المزيد من الادوات المالية فهي قد شجعت الإيداع واستخدمته.

التمييز بين تعاملات السوق الموازي والسوق التقليدي:

يمكن التمييز بين معاملات السوق الموازي وبين السوق التقليدي من خلال عدد من الاختلافات وكما يلي:

- التعاملات في السوق التقليدية أكثر ضماناً من التعاملات في السوق الموازي.
- الموجودات في بيت الخصم في السوق التقليدية تعد موجودات قانونية بينما في السوق الموازي فتعد الموجودات فيه غير قانونية.
- يساند السوق التقليدي اي بيت الخصم المصرف المركزي فيكون بمثابة الملاذ الأخير له، في حين لا يتميز السوق الموازي بهذه السمة فليس له ملاذاً أخيراً.

#### 4.1. أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية

ساهمت مجموعة من العوامل والدوافع بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية الدولية كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية سواء على مستوى المؤسسات والشركات الاقتصادية، أو سواء على مستوى الدول

والحكومات لدفع عجلة التنمية لديها، وتكمل أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الأسواق المالية الدولية إلى ما يلي:

- ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطى (1175) خاصة في إيطاليا ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة والسندات الأذنية.<sup>1</sup>
- ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان أولها في أنفر (Anvers) ببلجيكا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، ثم في لندن عام 1666، ثم في باريس عام 1803 وتلاها في القرنين التاسع عشر والعشرين نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن و وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>2</sup>
- ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول.
- دفعت الحاجة للتمويل إلى ظهور شركات المساهمة الضخمة والتي أتاحت للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية.
- هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الإنتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي، من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات وإمكانيات الأفراد، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم.<sup>3</sup>
- توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي من أجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية، مما أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل

<sup>1</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية – القاهرة –، 2000، ص. 4.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسى: بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص. 10.

<sup>3</sup> بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص.ص: 34-35.

الدول.<sup>1</sup>

- زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية.<sup>2</sup>
- تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنوع مصادر الإقراض لديها، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها.<sup>3</sup>

## 5.1. أهداف الأسواق المالية الدولية

تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية:<sup>4</sup>

- إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين.
- إصلاح نظام الإقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس وضوابط أكثر شفافية ومصداقية.
- تنسيق أسعار الفائدة على القروض والسندات الدولية الممنوحة بين المتعاملين الدوليين.
- تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية وضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات ومنظمات متخصصة بمهام المراقبة والأشراف والتوجيه.
- تبني الإجراءات العملية والعملية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة (الأزمات

<sup>1</sup> بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 35.

<sup>2</sup> بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 35.

<sup>3</sup> بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 35.

<sup>4</sup> بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 35.

(المالية).

- تنظيم الأسواق المالية والنقدية الدولية وإمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات اقتصادية دولية فعالة.

### 6.1. وظائف الأسواق المالية الدولية

للسوق المالية الدولية مجموعة من الوظائف، يمكن إيجازها فيما يلي:<sup>1</sup>

- حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي.
- تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية.
- تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق.
- تطوير الأساليب والإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية.
- تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية.
- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية.
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

<sup>1</sup> ابن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 36.

- تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

### 7.1. المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

- هناك أطراف عديدة تتعامل في سوق النقد الدولية، أهمها:
- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الأشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعملات الأجنبية
- البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة.
- شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى.
- الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية.
- شركات التأمين وصناديق التقاعد.
- المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية.
- الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية.
- البورصات العالمية، كبورصة لندن ونيويورك للأوراق المالية.
- الشركات الضخمة والشركات المتعددة الجنسيات، وشركات الاستثمار الإقليمية والعالمية.
- الحكومات والدول والمنظمات والاتحادات الاقتصادية.
- كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

### 8.1. شروط قيام الأسواق المالية الدولية

- لقيام الأسواق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح الأسواق المالية الدولية، والمتمثلة فيما يلي:
- وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية، لتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية.

- تبنى سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة النزيمية وتشجع القطاع الخاص.
- تبنى منظومة مالية مرنة ومنتزعة فيما يخص السياسة الضريبية والسياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال.
- تبنى منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية.
- وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفاءة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة، وتساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها.
- وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد الاقتصادي يكمل بعضها البعض مما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة التي يتم تداول أسهمها.
- ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية ودولية ببعضها البعض لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات والمتعاملين في السوق الدولية.
- وجود خبراء ماليين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة.
- توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والأجل وكذا الجهات المصدرة وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية. واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها.
- ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض.

- إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري)، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية.
- ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية والتجارية.

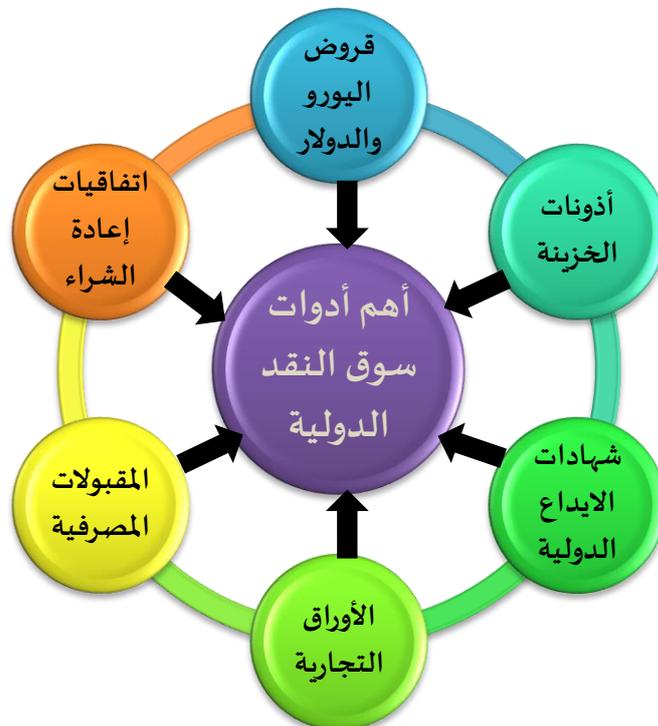
### 9.1. أدوات الأسواق المالية الدولية

تختلف أدوات الأسواق المالية الدولية عن تلك الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية من حيث نطاق تداولها الجغرافي لكونها عابرة للحدود، وكذلك من حيث قيمتها المالية والتي تكون عادة بمبالغ أكبر، وأيضاً من حيث نوع العملات المستخدمة في تقييمها والمتعاملين الأجانب الذين يتداولونها.

#### 1.9.1. أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية.

- تختلف الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال، والشكل رقم (1-2)
- (2) الموالي يوضح أهم الأدوات النقدية المتداولة في أسواق النقد هي:

الشكل (1-2): أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية.



المصدر: من إعداد الباحث استناداً إلى المرجع بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، "مرجع

سابق"

### 1.1.9.1. أذونات الخزينة

هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثني عشرة شهراً، وتباع بخصم عن طريق المزاد العلني، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمناً لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق، وعادة ما تكون مدتها تتراوح ما بين 91 و 182 يوماً بالنسبة للأذونات التي تصدر أسبوعياً و 52 أسبوعاً بالنسبة للأذونات التي تصدر شهرياً.<sup>1</sup>

### 2.1.9.1. شهادات الإيداع على المستوى الدولي

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما:

#### ➤ شهادات الإيداع المصرفية

فتعرف على أنها شهادة تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها، وهي قابلة للتداول بالتظهير، وبدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961.<sup>2</sup>

#### ➤ شهادات الإيداع الدولية

شهادات الإيداع الدولية هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك (Bank Of New York) ودوتش بنك Deutsche

<sup>1</sup>مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز أشبيليا للنشر — الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 267-268.

<sup>2</sup>اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية — الإسكندرية، 2002، ص.

(Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ولحامل الشهادة الحق في الحصول على التوزيعات النقدية والعينة ومن بيع الأسهم، وهناك نوعان من شهادات الإيداع الدولية هما شهادات الإيداع الأمريكية وشهادات الإيداع الدولية، ويتم تداولها في الأسواق المال الدولية مثل بورصة لندن أو بورصة لوكسمبورج أو بورصة نيويورك.

### 3.1.9.1. المقبولات المصرفية

تعد المقبولات المصرفية من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة مقبول.<sup>1</sup>

### 4.1.9.1. اتفاقية إعادة الشراء

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد، ويعنى الحصول على الأموال عن طريق بيع مجموعة من الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الأول، يتعهد بموجبه البائع بإعادته بيع نفس الأوراق المالية بعد فترة قصيرة جدا غالبا ما تكون ليلة واحدة وبمدة أقصاها 76 ساعة عمل، وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه.

### 5.1.9.1. الأوراق التجارية الدولية

الورقة التجارية هي ورقة دين أو محرر يتعهد بمقتضاه شخص بأداء مبلغ من النقود في زمان ومكان معين لشخص آخر، مع إمكانية نقل الحق من شخص إلى آخر عن طريق التظهير أو المناولة، على أساس سعر خصم يكون أعلى من العائد المحقق من أدونات الخزنة، وتتخذ الأوراق التجارية ثلاثة أشكال هي:

<sup>1</sup> اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، مرجع سابق، ص. 130.

☛ الشيك: هو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغاً من النقود لمصلحة من يحدده الأمر.

☛ الكمبيالة أو السفتجة: هي مكتوب غير مقيد بشرط، تتضمن أمراً من شخص، يسمى الساحب، لشخص آخر، يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع مبلغاً معيناً، بمجرد الاطلاع، أو في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، لشخص ثالث، يسمى المستفيد، أو الحامل.

☛ السند لأمر أو السند الاذني: هو ورقة تجارية تحرر بين شخصين الأثبات ذمة مالية واحدة، يسدد بموجبهما ما المدين للدائن ما عليه في تاريخ الاستحقاق، وهو قابل للخصم.

#### 6.1.9.1. قروض اليورو دولار

هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية.

#### 2.9.1. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

إن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال تختلف عن تلك الأدوات المتداولة في السوق النقدية من حيث عدد مرات تداولها وكذا المخاطر التي تواجهها، على اعتبار أدوات سوق رأس المال تعتمدها مخاطر الإفلاس، ناهيك على أن مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل، وفيما سيتم التطرق للأدوات سوق رأس المال بشقيه الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية، كما يلي:

#### 1.2.9.1. أدوات السوق المستقبلية

ترتكز المشتقات المالية على الأوراق المالية الأصلية أساسها الأسهم والسندات، ليستق منها أهم الأدوات المالية المستقبلية كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلات، والهدف من وجود المشتقات المالية وفق نظر مؤيديها هو استخدام المنتجات المشتقة كبديل للاستثمار المباشر لتلبية احتياجات لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

## (a) عقود الخيارات:

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد وتنوع عقود الاختيار إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي خيار الشراء وخيار البيع والخيارات المركبة.

## ✚ خيار الشراء

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق شراء أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو مؤشرات، أو غيرها من الطرف الآخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم، والهدف منه هو المضاربة في السوق وكذا الاحتياط من المخاطر.

## ✚ خيار البيع

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو غيرها للطرف الآخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم.

## ✚ الخيارات المركبة

وهي العقود المركبة من اختياريين أو أكثر من نوعين الاختيار السابقين، اختيار البيع واختيار الشراء، وهي أنواع كثيرة، نذكر منها: الخيار المزدوج؛ الخيار المسمى سترادل (Straddle) الخيار المسمى سبريد (Spread) عقد الخيار المسمى ستراب (strap) عقد الخيار المسمى ستريب (Strip).

## (b) العقود الآجلة

هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتر وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لا حق

ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين ما أدى إلى افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلى الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين.

### c عقود المبادلات عمليات (SWAP)

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر، وهو التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين كمبادلة أسعار الفائدة أو بقيمة عملات أجنبية كمبادلة العملة الأجنبية.

### 2.2.9.1. أدوات السوق الحاضرة

تشكل أدوات السوق الحاضرة من الأسهم والسندات، مع إضافة منتج الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية.

#### a. الأسهم

يعرف السهم بأنه أداة ملكية، وهو وثيقة تثبت حصة مالكيها لجزء من رأس مال شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)، مما يخول الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية والمالية للشركة من ربح أو خسارة، وتدون على السهم قيمة اسمية ويصدر بقيمة إصدار مساوية أو تزيد عن القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالنظير والتسليم وللتسعير بقيمة سوقية في بورصة الأوراق المالية ويتم تداول الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا أيضاً وفق اللوائح التنفيذية للسوق المحلية للأسهم في تلك البلدان.

#### b. السندات

يعرف السند بأنه أداة دين، وهو يمثل جزء من قرض متوسط وطويل الأجل تصدره الحكومات وشركات الأموال قابل للتداول، وهو عقد في شكل شهادات بقيمة اسمية موحدة يصبح بموجبها حامل السند مقرضا دائنا ومصدر السند مقترضا مدينا، ويتكفل الأخير بالوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدائن بدفع فائدة دورية عادة كل سنة محسوبة على أساس القيمة الاسمية للسند طيلة مدة حياته، ورد أصل الدين كاملا (القيمة الاسمية) عند حلول تاريخ الاستحقاق، السندات الدولية يتم تداولها مثل الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا، إلا أن السندات تتسم بنسبة منخفضة من المخاطر المالية.

### c. الصكوك المالية الإسلامية

يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضاربا وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد أو باعتبارها وكيلا يجعل مقابل أجر معين محدد مسبقا، ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك، وهي تصدر مقابل أصول غالبا ما تكون عقارية أو أوراق مالية، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل.

# الفصل الثاني

## سوق رأس المال الدولية

## الفصل الثاني: سوق رأس المال الدولية

### 1.1. تمهيد

سوق رأس المال الدولية (International Capital Market) هي شبيهة إلى حد ما بالسوق الوطنية، غير أن المتعاملين فيها هم بنوك ومؤسسات مالية دولية وشركات متعددة الجنسيات وغيرها من الشركات الدولية (الخاصة والحكومية) وحكومات الدول، سواء تلك التي لديها فائض في الأموال المقيمة بالعملات الدولية الرئيسية وترغب في توظيفها والحصول على عائد، أو تلك التي لها نقص أو عجز فيها وترغب في التزود منها لتمويل مشاريع استثمارية تحتاج إلى أموال ضخمة بهذه العملات لمدة زمنية متوسطة وطويلة وذلك عبر إصدارها لأوراق مالية متنوعة وعرضها للبيع في أكثر من دولة واحدة. ولقد نشطت هذه السوق مع بداية الستينات من القرن الماضي وتطورت كثيراً منذ ذلك الوقت، بحيث تجلى هذا التطور في انقسامها إلى عدة فروع وفقاً لنوع الأوراق المالية من جهة ولإجراءات الإصدار من جهة أخرى:

### 2.1. سوق السندات الدولية

تعتبر أسواق السندات الدولية حديثة نسبياً، إذ أنها بدأت تحتل مركزاً هاماً في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينات من القرن العشرين، وأصبحت السندات في الفترة الحالية أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل.

#### 1.2.1. مفهوم سوق السندات الدولية ونشأتها

تُعتبر سوق السندات الدولية عن الآلية التي يتم من خلالها إصدار سندات من طرف ذوو العجز المالي للتداول خارج حدودهم الوطنية وذلك بعملة أجنبية عنهم.

بحيث تقوم سوق السندات الدولية بتعبئة وإعادة توزيع الأموال طويلة الأجل المتاحة على نطاق عالمي بين مختلف طوائف المقترضين، الذين قد يرو أن ذلك أنسب لهم من اللجوء إلى مصادر التمويل الأخرى أو الذين تجبرهم السياسات المحلية السائدة في دولهم على اللجوء إليها وفي هذه الحالة تمثل سوق

السندات الدولية حلقة وسيطة بين المدخرات المتوافرة عالمياً والحاجات التمويلية طويلة الأجل، سواء كان من نتيجة ذلك توجيه قدر من الأموال إلى الدول النامية أو تمويل برامج التوسع لدى الشركات المختلفة، أو تدعيم رؤوس أموال البنوك التجارية أو كان لتمويل عجز في الميزانيات العامة أو عجز في ميزان المدفوعات لدولة معينة، أو لمواجهة متطلبات الإقراض لدى مؤسسات الإنماء الدولية والإقليمية المختلفة.

أما عن نشأة السوق فلقد كان إصدار السندات الدولية عاملاً رئيسياً في زيادة التدفقات المالية عبر الحدود، إذ تم البدء في إصدار السندات الأجنبية سنوات الخمسينات من القرن العشرين، أين توجه العديد من المقترضون من مختلف دول العالم لطرح سندات في الأسواق الأمريكية تسمى "سندات اليانكي - Yankee Bonds" للحصول على رؤوس أموال بالدولار الأمريكي، الذي كان يتميز خلال تلك الفترة بالندرة وزيادة الطلب عليه، وظهرت بعدها في بريطانيا Bulldog Market وفي اليابان Samurai Market حيث تخضع هذه للقوانين والأنظمة المحلية لدولها. وفي فترة الستينات قامت السلطات الأمريكية بإصدار تشريعات وقوانين تقيّد من إصدار سندات اليانكي من طرف المقترضين الأجانب،<sup>1</sup> وهو ما دفع العديد منهم إلى التوجه لإصدار سندات بالدولار في أسواق رأس المال لدول أخرى خصوصاً في أوروبا، وساهم في بروز سوق سندات الدولارات الأوروبية وهي سوق سندات الدولار الأمريكي الموجود خارج الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتم التعامل بها خارج إطار تنظيمات ورقابة السلطات النقدية الأمريكية، والتي أصدرت لأول مرة سنة 1963 من طرف شركة "أوتوستراد Autostrad"-الإيطالية التي وصلت قيمتها 15 مليون دولار لتمويل بناء الطرق في إيطاليا. وشهدت السندات الأوروبية بعد ذلك تطوراً ملحوظاً وكانت الغالبية العظمى من المقترضين بواسطة السندات الأوروبية مؤسسات أمريكية وذلك عن طريق فروعها في أوروبا حتى سنة 1969 ومع بداية العقد السابع بدأت المؤسسات غير الأمريكية تدخل هذه السوق.

### 2.2.1. أشكال السوق

يُشير تحليل تطور أشكال السندات الدولية عبر السنين إلى أن عمليات الاقتراض فيها لا تخضع لنمط ثابت وأن تطورات كبيرة يمكن حدوثها بين سنة وأخرى تبعاً لأحوال أسواق المال ومسار أسعار الفوائد

والعملات وتكاليف الاقتراض... وهكذا.<sup>1</sup>

بحيث يتم إدارة هذه الإصدارات بواسطة مجموعة دولية من البنوك دون إتباع خطوات الإصدار المتبعة في الأسواق الوطنية وذلك في دول متعددة في الوقت نفسه، إذ يتم في هذا الصدد التمييز بين شكلين من أسواق السندات الدولية.<sup>2</sup>

### 1.2.2.1. سوق السندات الأجنبية

هي تلك السندات التي يتم إصدارها في سوق رأس مال دولة أجنبية ومحركة بنفس عملة الدولة التي يتم الإصدار فيها، ومثال ذلك قيام شركة جزائرية بإصدار سندات في سوق نيويورك محررة بالدولار الأمريكي. وعادة ما يتم إصدار هذه السندات من خلال أحد بنوك الاستثمار في الدولة المضيفة أو تجمع وطني، ويتم تداولها في سوق رأس المال الخاص بها. ويخضع السند الأجنبي لقوانين الحماية الخاصة بهذه الدولة.<sup>3</sup>

### 2.2.2.1. سوق السندات الأوروبية

هي تلك السندات التي يتم إصدارها في سوق رأس مال دولة أجنبية ومحركة بعملة تختلف عن عملة الدولة التي يتم إصدارها فيها، ومثال ذلك أن تقوم شركة جزائرية بإصدار سندات في سوق لندن محررة بالدولار الأمريكي. وعادة ما يتم إصدار السند الأوروبي عن طريق تجمع بنكي دولي يتولى إدارته وغالبا ما يتم إصداره بشكل متزامن في عدة دول، ويتم تداوله على المستوى الدولي بعيداً عن القيود التنظيمية والرقابية التي تضعها السلطات النقدية والمالية لدولة العملة المستخدمة.

وترتكز أغلب الدراسات المتعلقة بأسواق السندات الدولية على الأوروبية منها باعتبارها الشكل الأحدث والأكثر أهمية في السوق، فتبلغ السندات الأوروبية نحو ثلاثة أضعاف السندات الأجنبية المصدرة

<sup>1</sup> حكمت شريف النشاشيبي، الاستثمار المصري في الأسواق المالية الدولية، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، العدد، 128، أكتوبر، 1989، ص. 97.

<sup>2</sup> بريان كويل ترجمة خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2008، ص. 75.

<sup>3</sup> سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، مراجعة ونيس فرج عبد العال، دار المريخ للنشر، الرياض / المملكة العربية السعودية، 2007، ص. 75.

في كافة الأسواق الدولية. على الرغم من انخفاض تكاليف عملية الإصدار المرتبطة بالسندات الأجنبية إذا ما قورنت بتكاليف إصدار نظيرتها الأوروبية، فتكلفة السندات المصدرة بالدولار الأمريكي في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس السندات بالدولار في لندن أو زيورخ، ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نظراً للقيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات.<sup>1</sup>

### 3.2.1. أنواع السندات الدولية

بقيت الوسائل المستخدمة والتي من بينها السندات من قبل المصدرين ذات أشكال موحدة حتى أواخر السبعينات مع بعض الاستثناءات، إلا أن المرحلة المضطربة التي عصفت بالأسواق في بداية الثمانينات والمقترنة بتقلبات لا سابق لها لمعدلات الفائدة المطبقة بالفعل على أهم العملات المقرضة، أدت إلى تنوع كبير في هذه الوسائل. بحيث تتمثل أهم أنواع السندات الدولية فيما يلي:<sup>2</sup>

#### 1.3.2.1. السندات الكلاسيكية أو السندات ذات معدل الفائدة الثابت

هي عبارة عن عقد بين الشركة المصدرة لها (المقترض) والمستثمر (المقرض) بمقتضاه يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد ثابتة متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد أو لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق هذا وقد يكون السند لحامله، وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامل السند للبنك المختص لتحصيل قيمة الفائدة. أما السند المسجل باسم المستثمر فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك، إلا أنه غير قابل للتداول على نحو مماثل لسابقه وتتفاوت تواريخ

<sup>1</sup> مفتاح صالح، مطبوعة دروس في مقياس المالية الدولية، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006/2005، ص. 145.

<sup>2</sup> مفتاح صالح، مرجع سابق، ص. 154.

استحقاق السندات، فقد تمتد إلى 20 سنة وربما أكثر.<sup>1</sup>

### 2.3.2.1. السندات ذات معدل الفائدة العائم

هي سندات بفائدة يتغير معدلها وفقاً لقاعدة منتظمة من أجل مواكبة ظروف السوق، إن معدل الفائدة هو محصلة لجمع معدل مرجعي (LIBOR) لمدة شهر أو ثلاثة أو ستة أشهر كنموذج مع هامش ثابت نموذجياً (0,25%) الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع في احتساب معدل الفائدة بين النوت والقروض الأوروبية ولكن هذا التشابه يقف عند هذا الحد، فالسندات يتم إصدارها بأجزاء صغيرة (من فئة خمسة آلاف إلى 10 آلاف دولار) وبالإمكان شراؤها وبيعها في الأسواق كأى سند آخر.

إن السندات بمعدل متحرك هي عادة أوراق مالية لأجل متوسط (7-5 سنوات) ويرتبط حجم الإصدار بسمعة المصدر وحاجاته من جهة، وبوضعية السوق من جهة أخرى. وفائدة الإصدار الكثيف تسهم في تنمية سيولة الأوراق المالية في السوق الثانوية وهذه الميزة يهتم بها المالكين.

### 3.3.2.1. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

تنتج السندات القابلة للتحويل من تواجد عنصرين من جهة إقرار بالدين مع فائدة (ثابتة أو متغيرة) ومن جهة أخرى الحق بتحويل الورقة المالية إلى أسهم عادية في الشركة المصدرة على أساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند إصدار السند. ومن أجل تقويم سند قابل للتحويل يتم تقدير المميزات الخاصة بالقرض (العائد، تصنيف هذه الديون، القدرة على السداد...، إلخ) والمميزات الخاصة بالسهم (توقع الأرباح المستقبلية، توقع نسبة التكاليف/المكاسب، شروط التبدل... إلخ)، ويعود تاريخ هذا النوع إلى زمن طويل في السوق الوطنية الأمريكية، أما في سوق السندات الأوروبية فيعود إلى سنة 1965؛

### 4.3.2.1. السندات مع الرهن

يشبه هذا النوع من السندات تلك القابلة للتحويل إلى أسهم دون أن يدمج بها، والرهن يعطي

<sup>1</sup> سدره أنيسة، الأسواق المالية الدولية، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2021-2022، ص. 45.

لصاحبه الحق بالشراء في المستقبل لأسهم من الشركة المصدرة بسعر محدد مسبقاً. فهو بمثابة حق اكتتاب وليس حق تحويل إلى أسهم كما هي الحالة مع السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أما الرهن فهو عادة منفصل عن السند نفسه ويمكن التداول بكل منه ما على انفراد في السوق الثانوية.

#### 5.3.2.1. السندات القابلة للتمديد

هناك نوع من السندات يتميز بقابليته للتمديد، وهذا يعني أن هذه السندات تعطي للمستثمر الخيار للاستمرار في الاحتفاظ بالسند بعد تاريخ استحقاقه لعدد معين من السنوات. وبنفس معدل فائدته الأصلي، أو استلام قيمته عند تاريخ الاستحقاق. وإذا لم يمارس المستثمر هذا الحق عند تاريخ استحقاق السند فإنه يعتبر مستحق التسديد من قبل المقترض بتاريخ استحقاقه.

#### 6.3.2.1. السندات القابلة للدفع المسبق

هناك نوع آخر من السندات يتميز بقابليته للدفع المسبق، وهذا أن للمستثمر بهذا النوع من السندات الخيار بتقديمها للمقترض لدفع قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق بعدد معين من السنوات، أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق. وإذا لم يمارس المستثمر هذا الحق فإن هذه السندات تعتبر مستحقة التسديد من قبل المقترض بتاريخ الاستحقاق.

#### 7.3.2.1. السندات القابلة للإطفاء

يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للإطفاء التدريجي خلال حياتها، أي أن المقترض يلتزم بدفع قيمة السندات للمستثمر خلال مدة حياتها، حيث يتم إطفائها بالكامل بتاريخ الاستحقاق. وهذا يتطلب في العادة أن يقوم المقترض بشراء هذه السندات بقيمتها الاسمية في آخر يوم من كل فترة إطفاء.

#### 8.3.2.1. السندات القابلة للشراء

يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للشراء، وذلك عندما يتعهد المقترض بشراء عدد معين من السندات إذا ما تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة معينة، وغالباً ما يكون هذا الترتيب مرتبطاً بتداول السندات بأقل من سعرها الإسمي.

## 9.3.2.1. السندات القابلة للاستدعاء

قد ينص عقد الإصدار على حق الشركة المصدرة في استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق، وهي تستفيد من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف اقتصادية ترتب عليها انخفاض في مستوى معدلات الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات، فحينئذ تقوم الشركة صدار سندات أخرى بديلة بمعدل فائدةٍ باستدعائها وأقل يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستدعاء عادة ما ينص على قيمة للاستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند، ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الاستدعاء. هذا بالإضافة إلى تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر في صورة معدل مرتفع للفائدة مقارنة مع المعدل المطبق على سندات مماثلة من حيث المخاطر لكنها غير قابلة للاستدعاء.

# الفصل الثالث

## أهمية وكفاءة الأسواق المالية

## الفصل الثالث: أهمية وكفاءة الأسواق المالية

### 1.1. تمهيد

تعد كفاءة سوق رأس المال مؤشراً على نجاح وتطور هذه الأسواق إذ تتميز الكفاءة بعدة خصائص تؤدي دوراً مهماً في أداء أسواق رأس المال ومنها أن تكون المعلومات متوافرة لجميع المشاركين في السوق، وكذلك انعكاسها التام والآني على أسعار الأوراق المالية. إذ أن كثرة المشاركين في السوق الكفاء يدل على وجود المنافسة التامة في السوق أي أن قيمة الأوراق المالية مساوية لقيمتها الحقيقية، وهذا يعني عدم تحقيق أي من المشاركين في السوق عوائد غير اعتيادية عن غيره، وهناك عدة صيغ لكفاءة سوق رأس المال منها الصيغة الضعيفة، وكذلك المتوسطة التي تعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية للأوراق المالية، وأيضا الصيغة القوية التي تعتمد على عدة استراتيجيات لتحقيق كفاءة سوق رأس المال.

### 2.1. أهمية السوق المالية الكفؤة

تظهر أهمية السوق المالية الكفؤة من خلال النقاط التالية:<sup>1</sup>

- السوق الكفؤة دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تُمثل قيمتها العادية: وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياته الاستثمارية والتخصيص الكفؤة للموارد؛
- يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات: وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر؛
- في ظل السوق الكفؤة يعتمد كل من البائع والمشتري للورقة المالية إن سعر الصفقة سعر عادل

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد لله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص. 85.

ومقبول من قبل الطرفين: فليس هناك غبن أو تضليل؛

• في السوق الكفؤة تتماثل المعلومات: وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة

العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات؛

• في ظل السوق الكفؤة تندفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية: فيتحقق التخصيص الكفؤة

للموارد.

### 3.1. ماهية كفاءة السوق المالية

تُعد نظرية السوق الإحدى أهم الموضوعات في ادبيات السوق المالية، ومنذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفؤة نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية. وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية، وعليه فإن السوق يكون كفؤاً اعتماداً على مقدار الثقة التي يصفها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة. وعندما يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات بأفضل استثمارات لابد وأن يكون كفء. إذ أنها تعمل على تسهيل انتقال رؤوس الأموال من المدخرين أو أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز أو المستثمرين، كما أنها تكون جو ملائم من أجل استثمار هذه الأموال المتعلقة بمدى كفاءة هذا السوق وتعمل على الاستخدام الكفء للموارد المتاحة على النحو الذي يُحقق توفير موارد للتمويل بهدف توظيف هذه الأموال وسد العجز، ومن خلال الأسواق المتعددة سواء كانت ثانوية منتظمة أو غير منتظمة فإن هدفها واحد هو توفير السيولة التي تحول من المدخرين إلى المستثمرين. ويمكن تناول كفاءة السوق على النحو الآتي:<sup>1</sup>

تُعرف الأسواق المالية الكفؤة على أنها تلك السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية، أو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحول بطريقة عشوائية دون

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد لله العبيدي، مرجع سابق، ص. 86.

إمكانية السيطرة عليها، ويُركز هذا التعريف على الأمور التالية:

- أن الأسعار تعبر بشكل واقعي على المعلومات المتوفرة عن الأوراق المالية؛
- أن تتوفر المرونة في السوق: بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة والفورية وبحيادية تامة؛
- أن تتساوى فيها سعر الورقة المالية مع قيمة الاستثمار.

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد. حيث عرف ديلكوي (Delkaoui) السوق الكفاء بأنه «السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها

الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليه.<sup>1</sup>

وعرف مثنى عبد الإله ناصر السوق الكفاء هو الذي "يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها".<sup>2</sup>

أما فاما (Fama Eugene) فعرف السوق الكفاءة Markets Efficient بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء مثلت تلك المعلومات في

<sup>1</sup> المزيقي، عامد الدين محمد، «سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها»، رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، القاهرة، 2002 ص.31

<sup>2</sup> مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم، 11/12/2005 ص.4.

القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غري ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية. وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الاسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من انباء سارة او غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول الى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول الى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.<sup>1</sup>

#### 4.1. شروط السوق الكفؤة

يُمكن إجمال أهم الشروط الواجب توفرها لقيام السوق الكفؤة وهي:<sup>2</sup>

- إتاحة المعلومات لجميع المشاركين في السوق: بذات اللحظة، والسرعة والموضوعية وبدون تكلفة، لضمان تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية المتوقعة، وضرورة متابعة ومراقبة وسائل الاعلام للوقوف على المستجدات في الأسواق المالية؛
- تحويل الادخار المتوفر إلى استثمارات: لن الأسواق المالية هي سوق استثمار الأموال، تدفع نحو شراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛
- عدم وجود قيود على حجم التعاملات، فليس هناك كلفة صفقة أو ضرائب؛
- قيامه يؤدي إلى زيادة في عدد وكفاءة المؤسسات المالية في الدولة: لأن المؤسسات المالية هي بمثابة أوعية ادخارية تقوم بعملية الإقراض من أجل الاستثمار لذلك يجب تشجيع الادخار الخاص؛
- هناك عدد كبير من المشترين والبائعين الذين يتصفون بالرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة؛

<sup>1</sup> الهندي، منري إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص.65

<sup>2</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد لله العبيدي، مرجع سابق، ص.ص: 86-87.

☛ التعامل الفاعل في بورصات الأوراق المالية: كونها أجهزة أساسية للدخار والاستثمار أو تحويلها إلى أموال سائلة عند الحاجة إليها.

☛ ضرورة تحقيق الاستقرار والأمن داخل البلد: وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال الخارجية إلى الداخل، وعلى الدولة أن تؤمن انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم الأصلية مع الأرباح؛

☛ ضرورة أن يكون هناك جهاز مصرفي فاعل ومتكامل: قادر الإيفاء بالالتزامات المتبادلة واجراء التسويات اللازمة والتحويل.

### 5.1. الصيغ المختلفة لفرضية كفاءة السوق

تتخذ صيغ فرضية كفاءة السوق المالي أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات وكل منها يعتمد فرض يقوم على وفرة المعلومات وكلفتها، ويمكن تحديد هذه المستويات كالآتي:

#### 1.5.1. مستوى النموذج الضعيف لفرضية كفاءة السوق

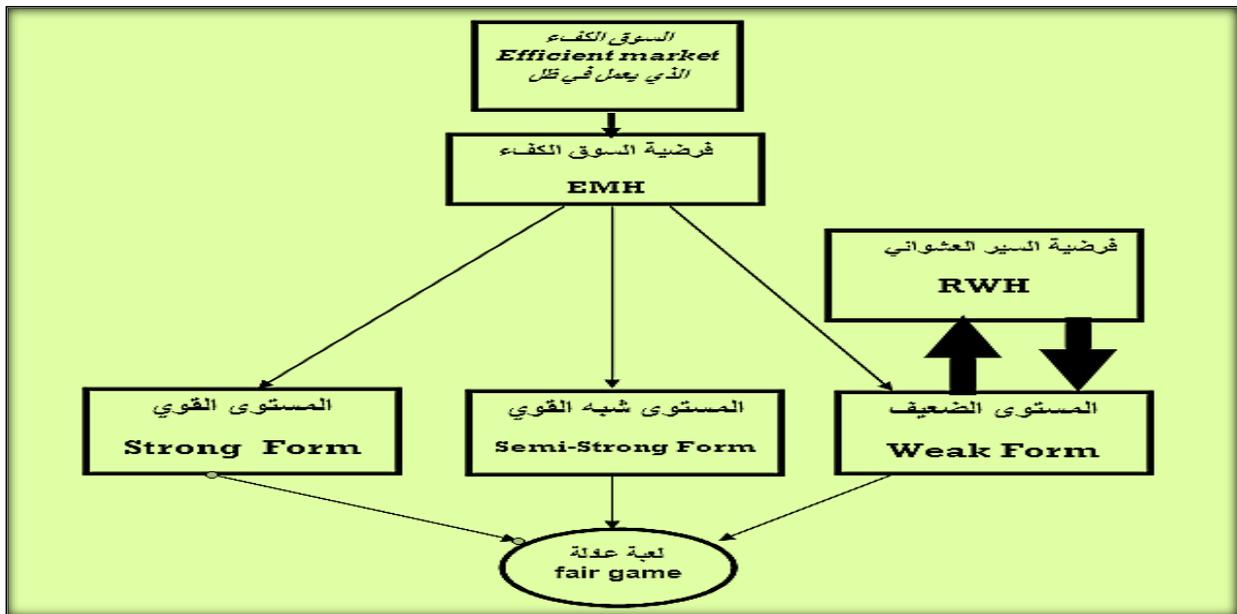
تقترح هذه الصيغة ان السعر السوقي للورقة المالية المتداولة يعكس كل المعلومات التاريخية وحجم صفقات التداول لهذه الورقة , ولذلك ان المستثمر لن يكون قادراً على تحقيق أرباح غير اعتيادية من جراء تحليل هذه المعلومات, فمثلاً عند قراءة القوائم المالية فإن دراسة كميات الأسهم والسندات السابق إصدارها والأسعار التاريخية لهذه الأسهم والسندات, لن يفيد في تحقيق أرباح غير عادية ولن تؤدي إلى تحديد السعر الحقيقي للسهم أو السند اي ليس لها أي دور حيوي ومفيد في التنبؤ بقيمة الأسعار المستقبلية للأسهم والسندات، وبالتالي تحديد أسعار التوازن. وبذلك تكون هذه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلاً، طالما إن أسعار الأصول الحالية تعكس جميع المعلومات للمتعاملين في السوق عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وهذه

المعلومات متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر لذلك لا يوجد احد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي لأن هذه المعلومات متوفرة لدى أغلب المتعاملين في سوق الأوراق المالية ولذلك لا يمكن الاعتماد عليها لأغراض التنبؤ.<sup>1</sup>

وترتبط فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بنظرية الحركة العشوائية للأسعار كما يوضح ذلك الشكل (1-3)، لأنه من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فان التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد ان تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، وبعبارة أخرى ان التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها اي ترابط وهو ما يمكن ان يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.<sup>2</sup>

الشكل رقم (1-3) يوضح علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف وتقسيمات فرضية السوق الكفاء وان السوق الذي يعمل في ظل هذه الفرضية هو عبارة عن ميدان للعبة عادلة لكل المستثمرين.

الشكل (1-3): علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف وتقسيمات فرضية السوق الكفاء



<sup>1</sup> Madura, J. (2008). Financial Institutions and Markets. 8<sup>th</sup> Edition, Thomson Corporation, China, P. 287.

<sup>2</sup> هندي، منير إبراهيم الأوراق المالية وأسواق المال. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2009، ص. 503.

Source: Janette R., A. Laurence and J. Maltby, An Introduction to Stock Exchange Investment. 3<sup>rd</sup> Edition, Palgrave Macmillan, England. 2007, p 24.

### 2.5.1 مستوى النموذج شبه القوي لفرضية كفاءة السوق

تقترح هذه الصيغة أن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس - بالإضافة للمعلومات التاريخية - وبشكل وافي جميع المعلومات العامة والمتاحة للجمهور، مثل الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والبيانات المالية المنشورة من قبل الشركات أي ان المعلومات التاريخية فرع من فروع المعلومات العامة لذلك عندما يعمل السوق المالي بهذه الصيغة، يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات التي تعتمد عليها هذه الصيغة ويحللها بصورة جيدة من اجل ان تنعكس في الورقة المالية المتداولة فيه. ويتبين من ذلك، انه بموجب هذه الصيغة يكون السعر السوقي للورقة المالية مستوعب كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية او الظروف الاقتصادية المحلية او الظروف الصناعية للشركة ذات العلاقة وما يعلن من تقارير وتحليلات مالية، لذلك فانه من غير المجدي ان يعتمد المتعاملون في السوق على هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية وما مدعى قابليتها على تحقيق عوائد غير اعتيادية، الا انه تجدر الإشارة هنا، قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات.<sup>1</sup>

### 3.5.1 مستوى النموذج القوي لفرضية كفاءة السوق

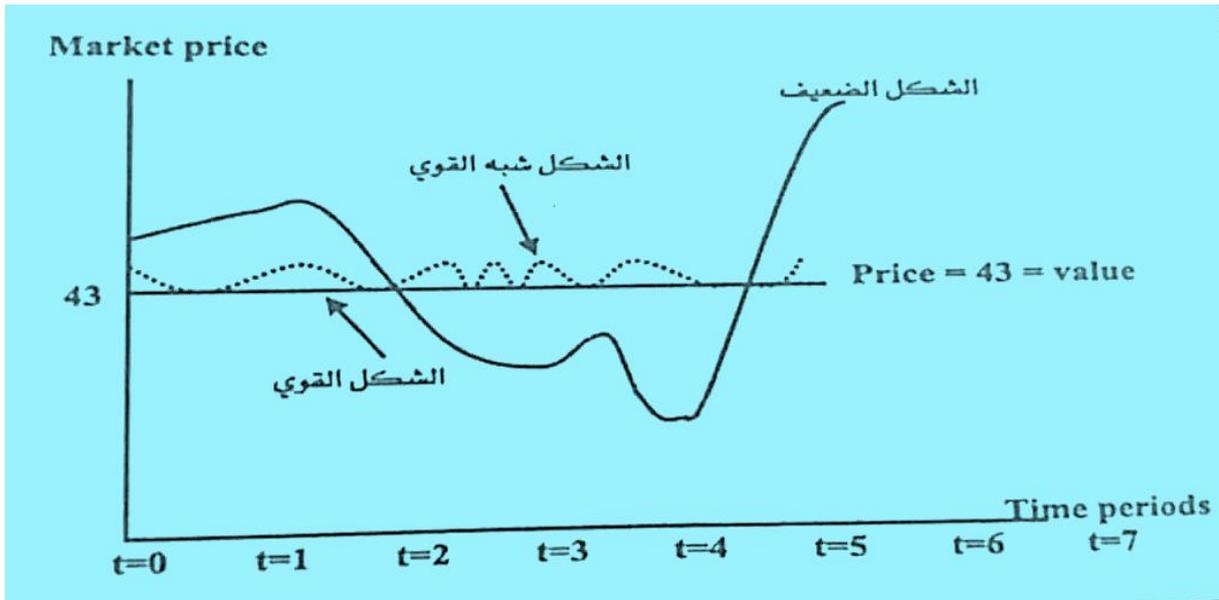
تقتضي الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق بان المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة من الأفراد مثل إدارة المنشأة المصدرة للورقة المالية وكبار العاملين فيها، او تلك المعلومات التي يمكن إن يصل اليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين. وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته. وفي ظل هذه

<sup>1</sup>Saunders A. and M. M. Cornett, Financial Markets and Institutions, International Edition Mc Graw Hill, New York, USA, 2007, P. 275.

الظروف يستحيل على اي مستثمر ان يحقق أرباحا غير اعتيادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان صاحب المعلومة هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.<sup>1</sup>

الشكل رقم (2-3) يُوضح العلاقة بين أشكال الكفاءة السوقية كالآتي:

الشكل (2-3): العلاقة بين أشكال الكفاءة السوقية



Source : Francis, Jack Clark, Management of Investments, Japan, McGraw-Hill, Inc, 2003, P. 465.

### 6.1. خصائص سوق رأس المال الكفاء.

إن سوق رأس المال الكفاء هو ذلك السوق الذي يمتاز بالخصائص التالية:

#### 1.6.1. المنافسة الكاملة

أي وجود عدد كبير من المتعاملين الصغار نسبيا، يتعرفون كما لو أن ليس هناك قوة سوقية أو احتكارية على الأسعار، وهذا يفضي ضمنيا أن مساهمة كل متعامل في السوق ينبغي أن تكون ضئيلة

<sup>1</sup> هندي، منير إبراهيم، مرجع سابق، ص. 510.

مقارنة بالحجم الكلي للتعامل، لكي يبقى المشاركون في السوق متلقين للسعر، بدل من كونهم قادرين على فرض السعر.

### 2.6.1. أسواق ممهدة

وهذا يتضمن وجود تكاليف معاملات أو نفقات للعمليات المالية أو قيود غير مبررة على التجارة سواء أكانت قيود مؤسسية أو معلوماتية، وأن تكون المعلومات حول أوضاع الشركات متوفرة وبشكل مجاني وتكون كافة الأصول قابلة للتجزئة.

### 3.6.1. توفر المعلومات و أفكار متجانسة

حيث تتوفر لكافة المتعاملين في السوق معلومات ومعرفة كاملة وأفكار متجانسة، ويستلمون نفس المعلومات دون وجود مصادر خاصة أو احتكارية للمعلومات المتاحة وبخصوص أوضاع الشركات والعوامل المؤثرة في الأسعار.

### 4.6.1. العقلانية الفردية

تفترض نموذج السوق الكفاء أن كافة الأفراد المتعاملين عقلانيون ويهدفون إلى تعظيم المنفعة المتوقعة من خلال تحليل ومعالجة المعلومات المتاحة للجميع ومن خلال معرفة نتائج وبدائل الاستثمار في السوق.

### 5.6.1. السيولة

وتعم المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة دون خسارة، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سابق، ص. 63.

## 6.6.1. عمق السوق

السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشتريين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، ولهم القدرة على التعامل مع أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية.

## 7.6.1. حيوية السوق

عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير الطفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق، ويكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا، ويتم إنجاز أية صفقة بيع أو شراء بسرعة، ويكون حجم التداول كبيرا، ويعتبر وجود وسائل سريعة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.<sup>1</sup>

## 7.1. الصعوبات التي تحول دون الوصول إلى السوق الكفاء.

إن القوة الحقيقية التي تقود السوق إلى الكفاءة هي مدى قدرة المستثمرين على تقييم طبيعة المعلومات الواردة إلى السوق الكفاء، فرضية نسبية وليس مطلقة ومبرر ذلك سيعود إلى وجود مشاكل حقيقية تجعل من الصعب الوصول إلى السوق الكفاء ومن بين هذه الصعوبات:<sup>2</sup>

مشاكل تتعلق بتعديل المخاطر: إذ أن عملية اكتساح السوق يتطلب تحديد عوائد إضافية موجبة، لتحديد فيما إذا المعلومات تشير إلى أن مستقبل الاستثمارات سوف تحقق عوائد إضافية موجبة، فعلى المستثمرين تعديل مخاطرها لأن الأسعار المطروحة في السوق في لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار، مما يدفع المستثمرين بالطلب على الورقة المالية وزيادة أسعارها، اعتمادا على أن الأسعار الحالية مخفضة بالطلب وهذا الطلب هو بدافع شراء

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد لله العبيدي، مرجع سابق، ص. 64.

<sup>2</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد لله العبيدي، مرجع سابق، ص. 87.

التدفقات النقدية المتوقعة وعلى العكس من ذلك فإن كميات العرض تزداد عندما تكون الأسعار المطروحة في السوق مضخمة كون عملية تعديل المخاطر ألزمت المستثمرين بالتخلي عن الورقة المالية تجنباً للخسائر المحتملة.

مشكلة طبيعة المعلومات من حيث الملائمة: إن مدى ملائمة المعلومات تمثل مشكلة حقيقية يصعب تشخيصها فالمعلومات قد تكون ملائمة لمجموعة المستثمرين وغير ملائمة لآخرين. لأن الملائمة للمعلومات نسبية وليست مطلقة لأنها تتعلق بالدرجة الأساسية بقدرات ومهارات التحلل من جانب ومدى وضوح وموضوعية المعلومة من جانب آخر.

مشكلة ضربة الحظ أو الفرصة المتاحة: حيث يلعب الحظ في بعض الأحيان دوراً كبيراً في اكتساح السوق، فقد يلعب الحظ لدى بعض المستثمرين في تحقيق عوائد لا تستند على عملية تحليل المعلومة، ولكن مثل هذه الحالات لا تستمر، وإن حدثت فإنها تعطي انطباعاً خاطئاً عن عدم كفاءة السوق وبالتالي إخفاء هذه الحقائق تعد مشكلة أمام المتعاملين بالسوق.

مشكلة التجسس (التلصص): وهي معضلة أساسية أمام كفاءة السوق المالية ويعود سبب ذلك إلى وجود ما يسمى المطلعين من غير متخذي القرارات، الذين يتلصصون على المعلومات بهدف تحقيق عوائد إضافية مما يعطي مؤشراً غير واضحاً عن كفاءة السوق لذلك ما يسمى بالكفاءة الاقتصادية والتي تفترض ارتباط كفاءة السوق بطبيعة استجابة المستثمرين للمعلومات الجديدة.

**الفصل الرابع**  
**المشتقات المالية**  
**ومخاطرها**

## الفصل الرابع: المشتقات المالية ومخاطرها

### 1.1. تمهيد

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقود الأخيرة سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات أو من ناحية تنوعها، أو من ناحية اتساع المشاركين في أسواق المشتقات. ولقد ساهم مساهمة فعالة في تسارع ثورة المشتقات ظاهرة عالمية الأسواق وهو ما يعرف بعصر العولمة التي نجمت إلى حد كبير عن التحرر المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات العالمية المتطورة، فضلاً عن تسابق بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وما صاحبها من عوامل الاغراء للمستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها، وكان من هذه الأدوات المشتقات المالية كأدوات صاحب ظهورها تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية كأدوات جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة لغرض تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر وكأدوات للمخاطرة والتحوط.

### 2.1. تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصل نقدي ويُمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى. يعتمد تسعير وأداء المشتقات المالية مثل المستقبلات، الخيارات والمقايضات بشكل كبير على الأصل محل التعاقد. تتم المتاجرة بالمشتقات في الأسواق المنظمة (البورصة) أو مباشرة عبر الهاتف أو الكمبيوتر وذلك في الأسواق غير المنظمة (OTC).<sup>1</sup>

يُقصد بالمشتقات المالية العقود التي تستق قيمتها من قيمة الأصول المعينة (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد). والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد،

<sup>1</sup> Reuters Financial Glossary, Published by Pearson Education, Reuters Ltd, Second Edition, 2003, P. 60 (Derivatives).

ومن أهم المشتقات: عقود الاختيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات...<sup>1</sup>

يُمكن تعريفها بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق ببندود خارج الميزانية.

ويُعرفها البعض بأنها عبارة عن عقود فرعية تتبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية

(أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، ...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.<sup>2</sup>

ويُعرفها البعض بأنها الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى

محددة مثل السهم العادي أو السند وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول

حقيقية.<sup>3</sup>

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف

الأخر باحترام التزام مماثل. العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية.

كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات. العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما

إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه

منذ نشأة العقد.<sup>4</sup>

### 3.1. أنواع المشتقات المالية

تعدد المشتقات المالية وتشتمل على أنواع عديدة، أهمها: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، عقود

الاختيار وعقود المبادلة.

#### 1.3.1. العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقد الأجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد

عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص. 5.

<sup>2</sup> حمد مطر، أدوات الاستثمار: الإطار النظري والأدوات العملية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999، ص. 262.

<sup>3</sup> محمود صبيح، الابتكارات المالية، القاهرة، مصر، ط 1، 1998، ص. 102.

<sup>4</sup> Gérard Marie Henry, les marchés financiers, Armand colin, paris, 1999, pp : 64-65.

<sup>5</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص. 6.

وعلى غرار العقد الآجل فإن العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد.<sup>1</sup>

ولا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد وتواريخ التسليم ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود. وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

### 2.3.1. عقود الاختيارات

تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما، بسعر يحدد مقدما مقابل دفع علاوة العقد، ويبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه. ومشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق أرباح. ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرر العقد إلا العلاوة. بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحا.

وكما يبدو فإن عقد الخيار إما أن يكون عقدا يعطي لمشتريه الحق في الشراء من المحرر، أو أن يكون عقدا يعطيه حق البيع للمحرر.

### 3.3.1. عقود المبادلة

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر نقدية على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين. وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 16.  
<sup>2</sup> صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2002، ص. 220.

## 4.1. أسواق عقود المشتقات

## 1.4.1. أسواق عقود المشتقات

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات أسواق المشتقات هذه إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة.

## (a) السوق المنظمة

وتعرف أيضا بالسوق الأجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل.<sup>1</sup>

إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة.<sup>2</sup> للإشارة فإنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

## (b) السوق غير المنظمة

على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا والخيارات والمبادلات، ...

العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكله حسب إرادة الطرفين المعنيين. ويعتبر ذلك ايجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق.

<sup>1</sup> سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجة القانونية، دار النهضة العربية، 2001، ص. 466.

<sup>2</sup> Jean François Faye, comment gérer les risques financiers, Lavoisier, paris, 1993, p73

## 2.4.1. المتعاملون بالمشتقات المالية

يُمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى ثلاث فئات:<sup>1</sup>

## (a) المؤسسات

تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي وأيضا من أجل الحصول على أرباح إضافية حوالي 50 من أرباح لمؤسسات ناتجة في الحقيقة عن المضاربة المالية في حين أن المنتجات المشتقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه المؤسسات فهي عملية خارج الميزانية وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات المؤسسة.

## (b) المضاربون

ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جدا، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جدا، إذا ما حققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.

ولتوضيح هذه الفكرة لنأخذ مثال عن مضارب تعاقد على أحد عقود المشتقات لشراء أسهم بسعر تنفيذ 100 دولار للسهم، وهو يتوقع أن ترتفع قيمته بـ 10 في تاريخ الاستحقاق، أي يصبح سعر السهم 110 دولار فيربح 10 دولار عن كل سهم. إذا فرضنا انه يدفع مكافأة عن كل سهم تقدر بـ 1 دولار، وأنه قد تحققت توقعاته في تاريخ الاستحقاق أي أصبح سعر السهم 110 دولار عندئذ يحقق هذا المضارب ربحا عن كل سهم مقداره 9 دولار حيث يكون قد ربح 10 دولار وخسر دولار كمكافأة، وبالتالي فقد حصل على 9 دولار من استخدامه لـ 1 دولار فقط فيكون معدل ربحه 900 وذلك هو أثر الرفع المالي.

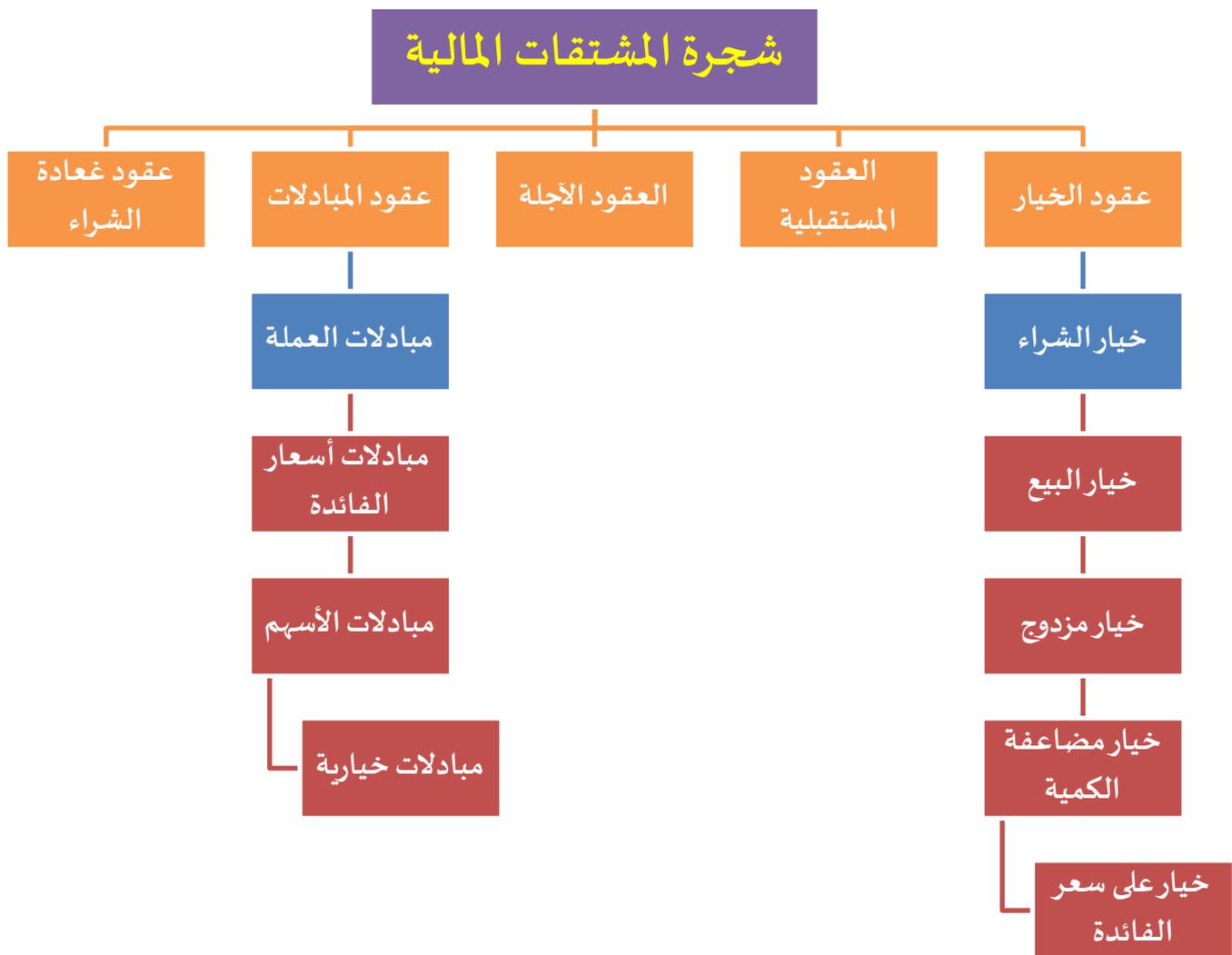
## (c) مسيرو المحافظ: صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي...

يدخل مسيرو المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفاتهم، فكلما كان

<sup>1</sup> حمود بن سنجور بن هاشم، صالح كامل وآخرون، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص.

للصندوق إمكانيات أكبر، كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضعية العامة لهذه الأسواق. وبذلك يضمن إذا خسر قليلا من اليسار ورجح كثيرا من اليمين، سيكون رابحا في النهاية. في حين أنه لو كانت لدى هذا الصندوق إمكانيات واستثمرها يسارا فقط أي في اتجاه واحد سوف يخسر في النهاية وعليه فان الصندوق إذا اجتمع لديه رأس المال الضخم والقدرة على تقييم مخاطر استثماراته سيكون لديه حظ كبير في الربح في النهاية.

الشكل (1-4): شجرة المشتقات المالية



المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة

الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014، عمان، الأردن، ص. 88.

## 5.1. عقود المشتقات

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة. وما يؤكد ذلك، الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات، التي تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية. كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية فضلا عن إتاحة فرص استثمار جديدة، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وأنها تسهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق، هذا إضافة إلى مزايا أخرى.

وتتمثل وظيفة التغطية أهم وظائف عقود المشتقات، ولتوضيح ذلك لنفرض حالة مستثمر أخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما. - عندما يتعامل المستثمر على الأصل في السوق الحاضر وفي سوق عقود المشتقات فإنه يطلق على مركزه في السوق الحاضر بالمركز الطويل بينما يطلق على مركزه في سوق المشتقات بالمركز القصير. أما إذا كان التعامل في سوق واحد وليكن سوق المشتقات، فإن مركز المشتري يطلق عليه بالمركز الطويل، بينما يطلق على مركز البائع بالمركز القصير- أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه. وقد تحققت توقعات المستثمر، إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومن ثم فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار.

ولنفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع وذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم للمحرر بسعر تنفيذ 50 دولار وبتاريخ تنفيذ هو ذاته المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاث دولارات.

فإذا انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، سوف تقتصر خسائر المستثمر على قيمة المكافأة. حيث سيقوم في تاريخ التنفيذ ببيع السهم في السوق الحاضر ب 30 دولار محققا خسارة قدرها 20 دولار.

ويقوم بالمقابل بتسوية مركزه في سوق عقود الخيارات حيث سيحصل على 20 دولار من المحرر على اعتبار أن هذا الأخير ملتزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد بسعر التنفيذ أي ب 50 دولارا، وطالما أن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ هو 30 دولارا فعليه أن يدفع للمستثمر الفرق وقدره 20 دولارا أي

ما يعادل الخسارة التي تعرض إليها. ولما كانت المكافأة 3 دولار، فإن المكاسب الصافية للمركز القصير (عقد الخيار) تصبح 17 دولار، أي بخسارة صافية على المركزين تساوي ثلاث دولارات، أي ما يعادل قيمة المكافأة ومهما انخفض سعر السهم في السوق فستظل خسائر المشتري محدودة بقيمة المكافأة.<sup>1</sup>

### 6.1. مخاطر المشتقات المالية

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع. إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات. وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساساً في:

#### 1.6.1. المخاطر السوقية

تتعلق هذه المخاطر أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور.

إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية. ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 12

ومما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، وسهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى.

و يؤكد ذلك إلى حد كبير تداعيات أزمة المكسيك حيث اقترن تخفيض سعر صرف البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994 بانخفاض حاد غير متوقع في أسعار الأوراق المالية متوسطة الأجل التي أصدرت في المكسيك في أواخر العام المذكور، و امتد هذا الانخفاض ليشمل أسعار الأصول المالية المكسيكية الأخرى، مما أدى إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين في العقود الخاصة بتلك الأصول، كما امتد هذا الانخفاض ليشمل أيضا أسعار السندات في باقي دول أمريكا اللاتينية، فضلا عن امتداده إلى أسعار السندات في الأسواق الآسيوية التي تراجعت إصدارات السندات فيها بدرجة كبيرة.

ويتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.

### 2.6.1. المخاطر الائتمانية

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات العقد، وتقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير.

ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.

هذا ويطلب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية، البنوك الخاضعة لها، بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل امتدادا طبيعيا لدورها الرقابي. كما تقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.

## 3.6.1. المخاطر التشغيلية والادارية: (المخاطر الرقابية)

ويقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.

ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري ألا يجمع شخص واحد بين الدورين معاً، للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.

## 4.6.1. المخاطر القانونية

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة. مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ مثلاً عن عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس. أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت، الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات.

## 5.6.1. أثر الرفع المالي

من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضاً، أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات. فالمستثمر يودع ببساطة 10% (في بعض الأحيان 5 أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، ويمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد.

## 6.6.1. مخاطر التسوية

وهي مخاطرة تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى احد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنياً أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة، مما ينجم عن ذلك تعرض أحد اطراف العقد للخسارة نظراً لإمكانية تغيير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، ولا سيما في

يوم التنفيذ ذاته، ويُمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة، وهذا يُؤدي إلى مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص.ص: 97-98.

**الفصل الخامس**

**الخيارات المالية**

## الفصل الخامس: الخيارات المالية

### 1.1. تمهيد

أصبحت الخيارات المالية أو عقود حقوق الخيار تُؤدي دوراً مهماً ومميزاً منذ عام 1973، عندما قررت بورصة شيكاغو انشاء جهاز أو قسم خاص بالتعامل بالخيارات التي تُعد من أحدث ما ابتكره الفكر الاستثماري حتى الآن وتوجد حتى الان بالولايات المتحدة الأمريكية ستة أسواق خيارات.

### 2.1. مفهوم عقود الخيارات

**الخيار لغة** هو اسم مشتق من الاختيار وهو الاصطفاء، الاختيار وهو طلب خير الأمرين، خيرته بين الشئين أي فوضت إليه الخيار<sup>1</sup>.

أما في **الاصطلاح الاقتصادي** فيعرفه البعض على أنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه وبسعر محدد، ولكن إذا رغب المشتري في ذلك وهو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة<sup>2</sup>.  
ومنهم من يعرفه على أنه ورقة مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها، وإنما قيمتها مستمدة من الورقة المالية التي أبرم عقد الخيار عليها، ولا يعطي الخيار حامله الحق في جزء من ملكية الشركة إلا بعد تنفيذه<sup>3</sup>.

مما سبق يمكن القول إن الخيار هو عقد بين طرفين هما مشتري حق الخيار وبائع هذا الحق، ومشتريه الحرية المطلقة في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته مقابل دفع ثمن محدد يطلق عليه علاوة (premium) إلى البائع لحق الخيار مقابل تحمله الخسائر التي قد يتحملها المشتري أثناء ممارسته لهذا الحق<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد بن مكرم بن منظور الأفرقي المصري، لسان العرب، دار صادر، بيروت المجلد الرابع، ص. 264.

<sup>2</sup> خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص. 309.

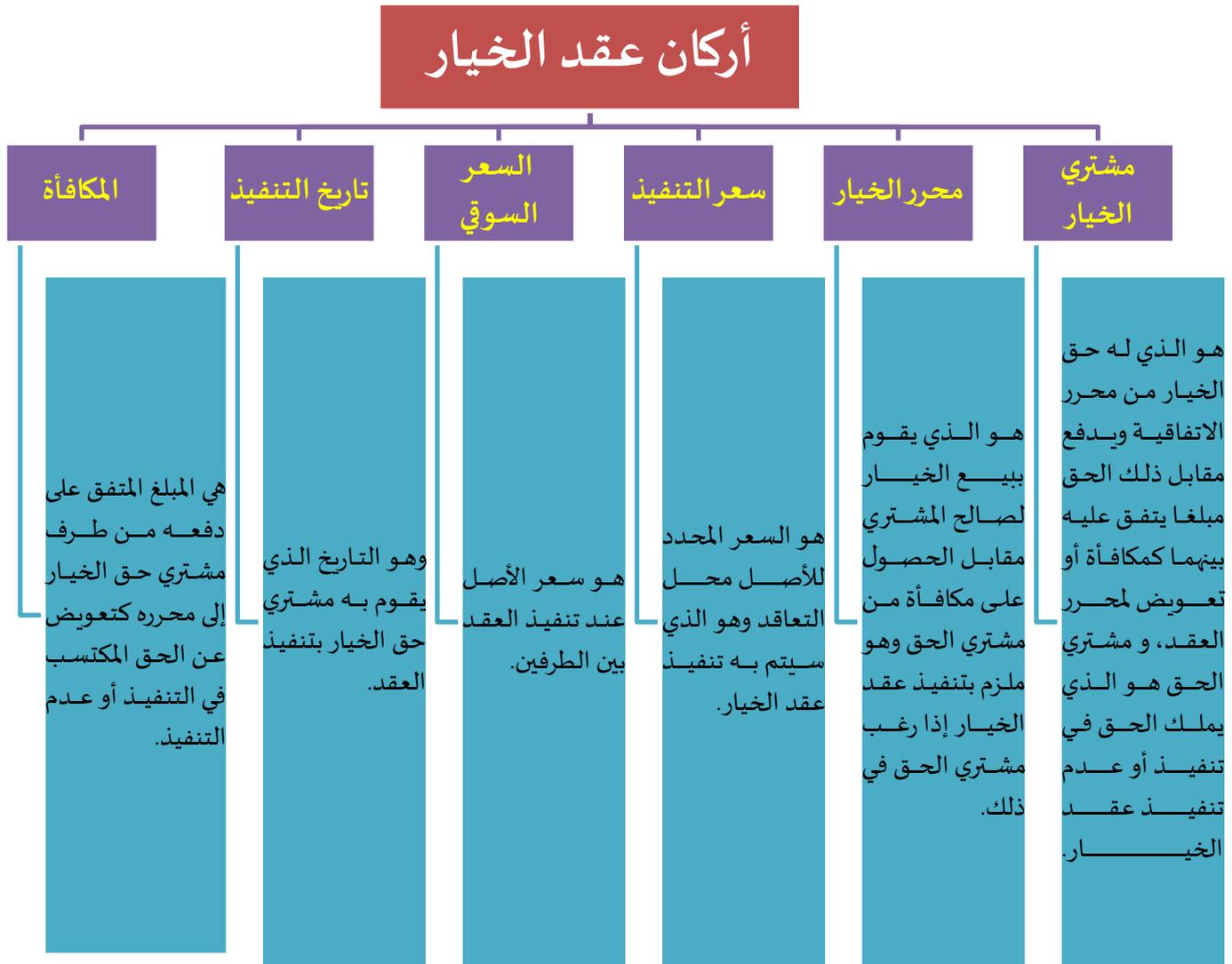
<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية البحرين، 1994، ص. 181.

<sup>4</sup> محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدوات المشتقة تطبيقات عملية، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الأولى، 1998، ص. 175.

3.1. أركان عقد الخيار

من أهم أركان عقد الخيار نجد:

الشكل (5-1): أركان عقد الخيار



المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار

الجامعية للنشر والتوزيع، 2000ص. 332.

3.1. أنواع الخيارات

يمكن تقسيم الخيارات وفق المعايير إلى:

### 1.3.1. حسب موعد التنفيذ

يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين هما:

#### 1.1.3.1. الخيار الأمريكي

في هذا النوع من الخيارات يعطى لحامله الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر متفق عليه، كما يمكنه من تنفيذ هذا العقد خلال الفترة التي تمتد بين إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه. ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافأة المدفوعة من قبل مشتري الحق.

#### 2.1.3.1. الخيار الأوروبي

وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي غير أنه يختلف عنه فقط في موعد التنفيذ إذ لا يمكن لمشتري الحق في الخيار الأوروبي تنفيذ العقد إلا في التاريخ المحدد سلفاً.<sup>1</sup>

➤ أنواعها باعتبار الأصل محل الخيار:

تتنوع عقود الخيار بهذا الاعتبار إلى:

- الخيارات على السلع؛
- الخيارات على الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛
- الخيارات على العملات؛
- الخيارات على مؤشرات الأسواق.

➤ أنواعها باعتبار ملكية محرر الخيار للأصل:

تتنوع باعتبار ملكية محرر الخيار للأصل عند إبرام عقد الخيار إلى نوعين:

➤ الخيار المغطى: وهو الذي يكون فيه محرر الخيار مالكاً للأصل.

<sup>1</sup> حسين علي خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسة التجهيز المكتبية، الأردن، 1996، ص. 675.

الخيار المكشوف: وهو الذي لا يكون فيه محرر الخيار مالكا للأصل، وهذا هو الغالب في عقود

الخيار القائمة في الأسواق المالية.

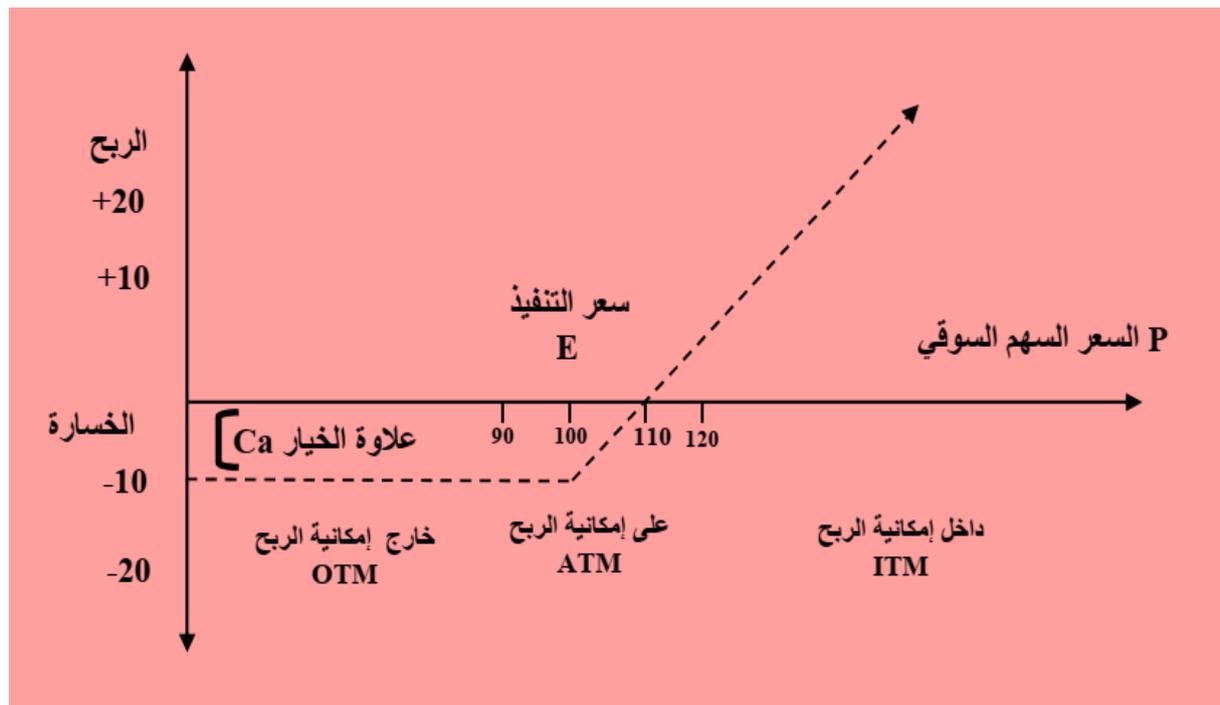
### 2.3.1. حسب طبيعة وشروط العقد

وهما نوعان:

#### 1.2.3.1. خيار الشراء أو الطلب

هو عقد يعطي لمشتريه حق شراء عدد معين من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر محدد وقت التعاقد يسمى (سعر التنفيذ) إما في اليوم الأخير للعقد (الخيار الأوروبي) أو طيلة الفترة الزمنية المنصوص عليها في العقد (الخيار الأمريكي)، ولمشتري خيار الشراء الحق في تن أو عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك.

الشكل (5-2): خيار شراء طويل الأجل



Source : Samules, J.M, Wilkes, F.m and Bray Shaw, R.E, Management of Company Finance. 6th.ed, International Thomson Business 1995, P :300.

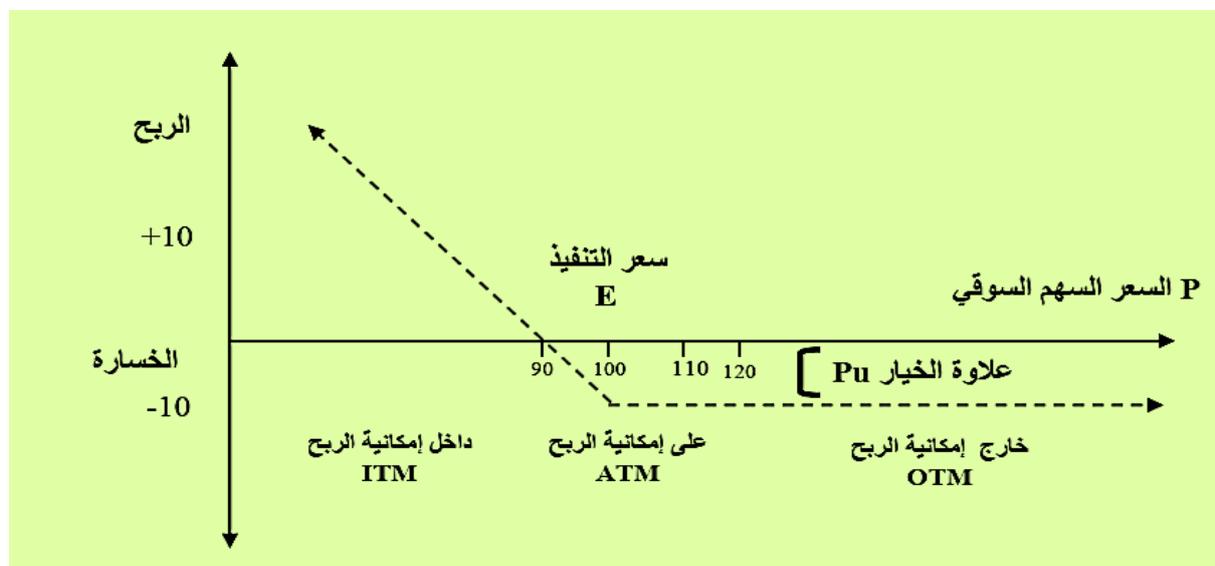
من خلال الشكل نجد أن مشتري حق خيار الشراء يغطي مبلغ العلاوة المدفوعة للبائع ويكسب عندما يرتفع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ يعني داخل إمكانية الربح (ITM). أما عندما ينخفض سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ فإن أقصى ما يمكن أن يخسره هو مقدار العلاوة أي يكون خارج إمكانية الربح (OTM).

### 2.2.3.1. خيار البيع أو الدفع

هو عملية عكسية لخيار الشراء، فهو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل مالي معين، خلال فترة محددة او في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبالسعر المسى في العقد الذي يسمى سعر التنفيذ وعليه فعقد خيار البيع يلزم بائع الخيار بشراء الأصل من مشتري الخيار إذا رغب في البيع، أما الخير فله الحق في واح من ثلاثة:

- ممارسة حقه في بيع الأصل مقابل السعر المحدد؛
- بيع الخيار في السوق وإلغاء وضعيته؛
- المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى أن ينقضي تاريخ الاستحقاق ويسقط حقه في البيع.

### الشكل (3-5): خيار بيع طويل الأجل



Source : Rose, Peter. Money and Capital Markets. The Financial System in an Increasingly Global Economy, 5th.ed, Irwin 1994, P. 335.

ويمكن توضيح أهم الفروق بين خيار الشراء وخيار البيع من خلال الجدول أدناه:

جدول (5-1): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

خيار البيع	خيار الشراء	
حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ	حق شراء أصل في تاريخ التنفيذ	
ملزم بدفع مكافأة للحصول على الخيار	ملزم بدفع مكافأة الحصول على الخيار	
تتحقق أرباحه من انخفاض القيمة السوقية	تتحقق أرباحه من ارتفاع القيمة السوقية	المشتري الخيار
الخسارة محددة بمقدار المكافأة	الخسارة محددة بمقدار المكافأة	
ملزم بشراء أصل في تاريخ التنفيذ	ملزم بيع أصل في تاريخ التنفيذ	
له الحق في الحصول على مكافأة	له الحق في الحصول على مكافأة	
تتحقق أرباحه من ارتفاع القيمة السوقية	تتحقق أرباحه من انخفاض القيمة السوقية	بائع الخيار
الربح محدد بمقدار المكافأة	الربح محدد بمقدار المكافأة	

المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 490.

### 3.3.1. عقود الخيار المزدوجة والمضاعفة

تتفرع عن خيار البيع وخيار الشراء عقود أخرى منها:<sup>1</sup>

#### 1.3.3.1. عقد الخيار المزدوج

هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون بائعاً أو

مشترياً للأصل المالي محل الخيار بحسب ما تقتضيه مصلحته، ويتنوع الخيار المركب إلى نوعين:<sup>2</sup>

a. عقد خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص. 226.

<sup>2</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص. 113.

مشتري هذا الخيار ينظر في تقلبات السوق، فإن وُجد الأجدى له البيع مارسه، وإذا وجد الأجدى له الشراء مارسه، وبذلك يكون متيقناً من الحصول على حد أدنى من العائد مقابل تحمله سعر الخيار، والذي عادةً ما يكون أعلى من سعر الخيار المفرد.

### b. عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع

وفي هذا النوع لا يربح مشتري الخيار إلا إذا تجاوز سعر الأصل في السوق سعر التنفيذ في خيار الشراء، أو نقص عن سعر التنفيذ في خيار البيع. فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة الخيار مارس حقه في الشراء، أما إذا انخفضت فإنه يُمارس حقه في البيع.

#### 2.3.3.1. عقد الخيار المضاعف

أو المتعدد وينقسم إلى خيار بيع مضاعف (بيعان إلى شراء واحد)، وخيار شراء مضاعف (شراءان إلى بيع واحد). ويتم تنفيذ الخيارات بثلاثة طرق هي:<sup>1</sup>

#### A. الخيار الأمريكي:

بموجب الأسلوب الأمريكي، فإن العقد يُعطي مشتري حق الخيار في شراء أو بيع أوراقاً مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه.<sup>2</sup>

#### B. الخيار الأوروبي

وفيه يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.<sup>3</sup>

#### C. طريقة برمودا

ومن خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يُمكن فيها تنفيذ الخيار، ومن الملاحظ أن هذه

<sup>1</sup> إسماعيل الطراد، عباد جمعة، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل، عمان، الأردن، 1999، ص. 166.

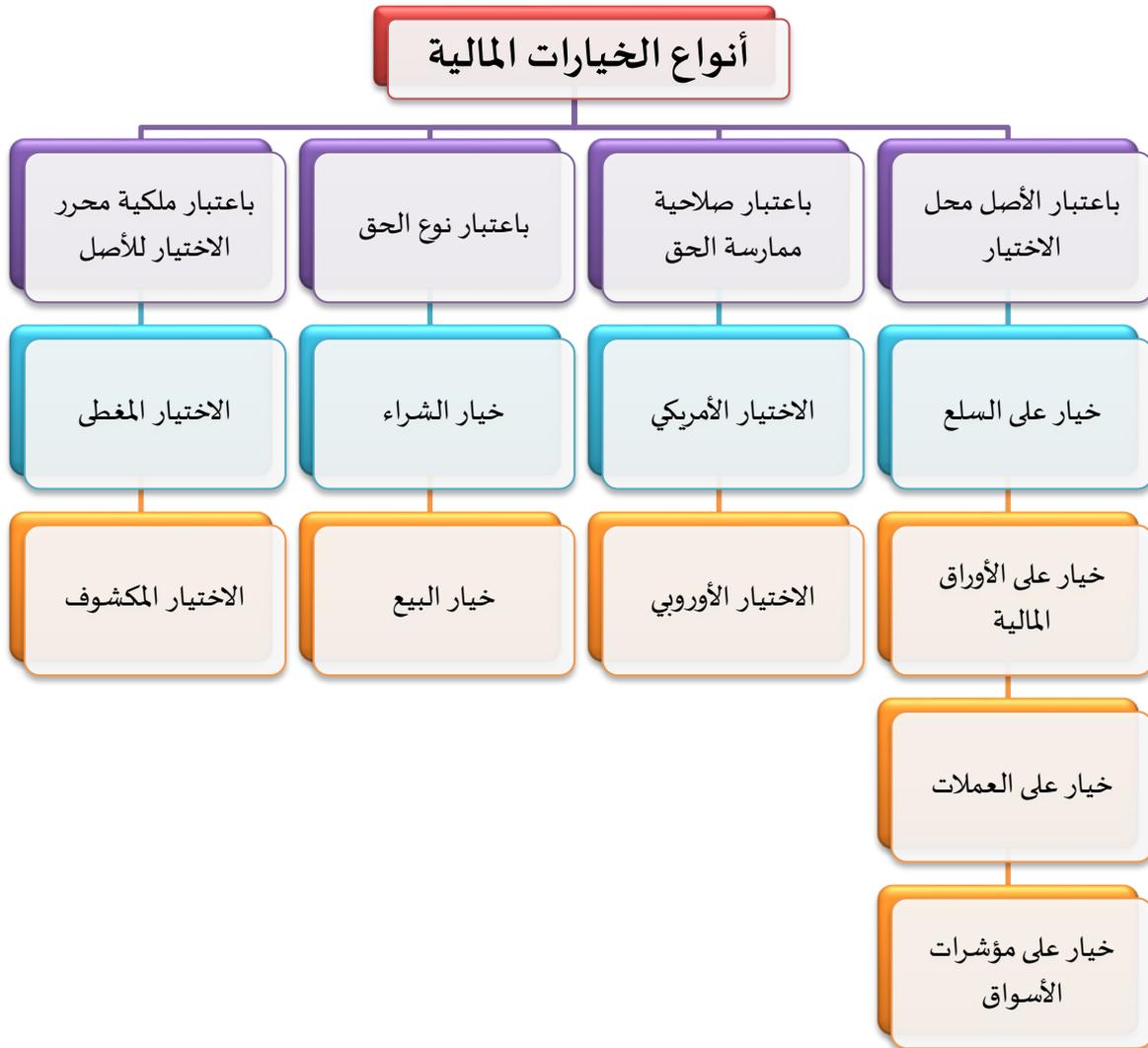
<sup>2</sup> حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، محفوظ جودة، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، 1998، ص. 176.

<sup>3</sup> حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، محفوظ جودة، نفس المرجع السابق، ص. 176.

الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.<sup>1</sup>

الشكل البياني التالي يُلخص أنواع الخيارات المالية

الشكل (4-5): أنواع الخيارات المالية



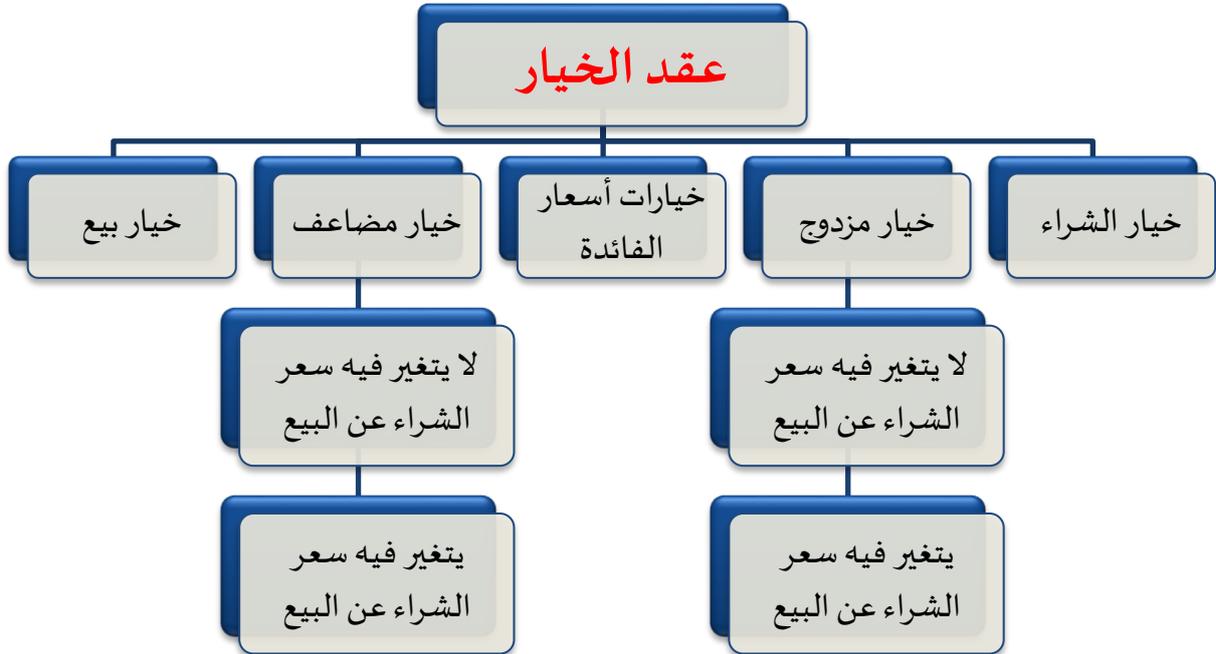
المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص.

<sup>1</sup> إسماعيل الطراد، عباد جمعة، مرجع سابق، ص. 166.

#### 4.1. أنواع عقود الخيارات

تتعدد الخيارات باعتبارها عديدة وأنواع وأشكال عديدة، فهناك خيارات التعهدات والمؤشرات وخيارات خاصة ببعض الشركات والمؤسسات أو العملات.<sup>1</sup> الشكل البياني ادناه يوضح أهم أنواع الخيارات المالية:

الشكل (5-5): عقد الخيار من حيث النوع



المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص. 143.

#### 5.1. عناصر عقود الخيارات

على ضوء ما تقدم فإن عقود الخيار تشتمل على العناصر الأساسية التالية:

- الأطراف (المشتري والبائع)؛
- تاريخ العقد؛
- نوع الأصل محل التعاقد؛
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد؛

<sup>1</sup> محمد علي القري، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد 6، الجزء الثاني، جدة، 1990، ص. 1605.

- سعر التنفيذ أي السعر الذي ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، ويسمى أيضاً بسعر التعاقد وهو غالباً ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي تباع به الورقة المالية مثلاً لحفظة تنفيذ الاتفاق؛
- تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق أو الممارسة (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي) وهذه الميزة لهذا الأسلوب تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل المشتري الحق؛
- قيمة العلاوة أو المكافأة التي يحصل عليها محرر الخيار.

### 6.1. سعر التنفيذ

يأخذ سعر التنفيذ (والذي يسمى كذلك سعر الممارسة) المحدد في عقد الخيار ثلاث حالات ممكنة. فهو إما أن يكون: اعلى، يساوي أو أقل من السعر الجاري (السوقي) للأصل محل التعاقد.

#### 1.6.1. حالة خيار الشراء

- الحالة الأولى: سعر التنفيذ أقل من سعر السوق، وفي هذه الحالة فإن التنفيذ الفوري للخيار يعطينا ربحاً؛ يُقال عن الخيار في هذه الحالة أنه مربح (ITM).
- الحالة الثانية: سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، وفي هذه الحالة فإن التنفيذ الفوري للخيار ينتج عنه خسارة فعلية؛ يُقال عن الخيار في هذه الحالة أنه خاسر (OTM).
- الحالة الثالثة: سعر التنفيذ يساوي سعر السوق، وفي هذه الحالة فإن التنفيذ الفوري للخيار لا ينتج عنه لا خسارة ولا ربح؛ ويُقال عنه تعادل (ATM).

#### 2.6.1. حالة خيار البيع

- الحالة الأولى: سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، وفي هذه الحالة فإن التنفيذ الفوري للخيار يعطينا ربحاً؛ يُقال عن الخيار في هذه الحالة أنه مربح (ITM).
- الحالة الثانية: سعر التنفيذ أقل من سعر السوق، وفي هذه الحالة فإن التنفيذ الفوري للخيار ينتج عنه خسارة؛ يُقال عن الخيار في هذه الحالة أنه خاسر (OTM).
- الحالة الثالثة: سعر التنفيذ يساوي سعر السوق، وفي هذه الحالة فإن التنفيذ الفوري للخيار لا ينتج عنه لا خسارة ولا ربح؛ ويُقال عنه تعادل (ATM).

الجدول التالي يُلخص كل ما سبق:

جدول (2-5): أنواع الخيارات بحسب ربحيتها

خيار خاسر (ATM)	خيار التعادل (OTM)	خيار مريح (ITM)	
$x > s$	$x = s$	$x < s$	خيار الشراء
$x < s$	$x = s$	$x > s$	خيار البيع

المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص. 133.

حيث:

$x$ : سعر التنفيذ؛

$s$ : السعر الجاري للأصل محل التعاقد

مثال توضيحي

عند تاريخ نهاية العقد، فإن قيمة عقد خيار الشراء، تُعطى:

$$C_T = \text{Max}(0, S_T - X)$$

عند تاريخ نهاية العقد، فإن قيمة عقد خيار البيع، تُعطى:

$$P_T = \text{Max}(0, S_T - X)$$

جدول (3-5): موقف بائع (محرر) ومشتري حق الخيار

خيار شراء	خيار بيع	الحالة
المشتري: ينفذ الحق، وتكون أرباحه غير محددة.	المشتري: يقرر عدم تنفيذ الحق، وخسائره محددة بقيمة المكافأة	السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ
البائع: يحقق خسائر غير محددة.	البائع: يحقق أرباحاً تتمثل في قيمة المكافأة	
المشتري: لا ينفذ الخيار، وتكون خسائره محددة بقيمة المكافأة.	المشتري: ينفذ الخيار، وتكون أرباحه غير محددة.	السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ

البائع: يتكبد خسائر غير محددة.	البائع: يحقق أرباحاً تتمثل في قيمة المكافأة
--------------------------------	---

المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص. 134.

مثال (شراء خيار الشراء)

اشترى مستثمر حق شراء (100 سهم) لشركة معينة مدة 6 أشهر (خيار أمريكي) مقابل علاوة 4 دينار للسهم بسعر ممارسة 50 دينار.

المطلوب:

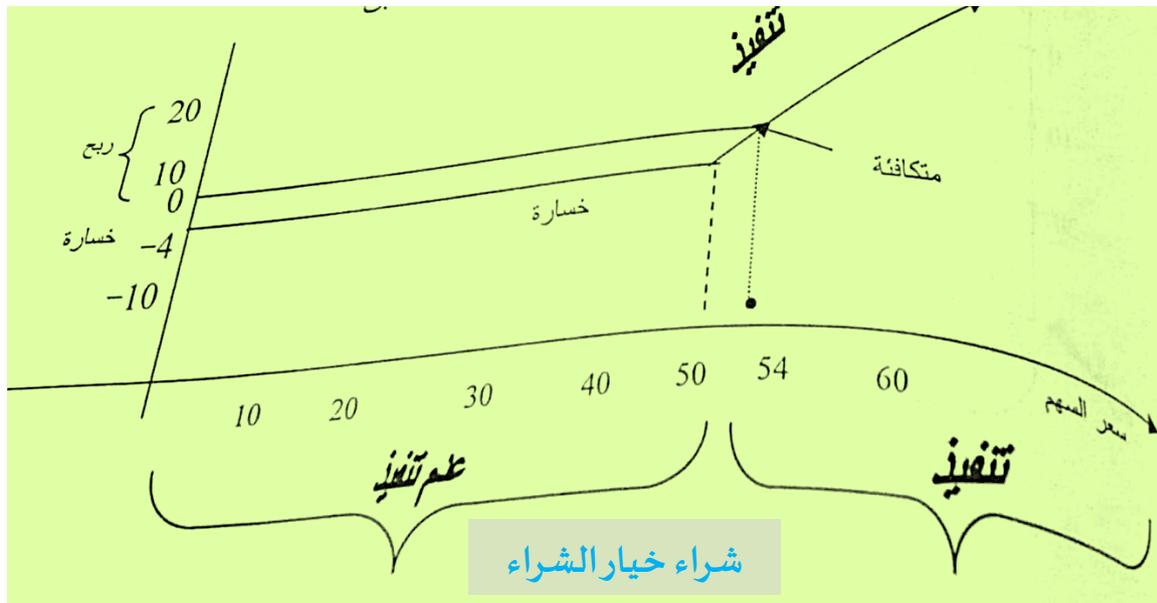
تحديد مديات الربح والخسارة للمشتري.

الحل

إن احتمالات السعر السوقي للسهم خلال مدة 6 أشهر تكون كالاتي:

- السعر السوقي أقل من سعر الممارسة (أقل من 50 دينار) ⇨ لا ينفذ الخيار ⇨ وتنحصر خسارة المشتري بمقدار العلاوة المدفوعة ( $4 \times 100 = 400$  دينار) ⇨ خسارة محددة مهما انخفض السعر السوقي.
- السعر السوقي مساوٍ لسعر الممارسة (50 دينار) ⇨ لا ينفذ الخيار ⇨ وتنحصر خسارة المشتري بمقدار العلاوة المدفوعة (400 دينار) ⇨ خسارة محددة.
- السعر السوقي أعلى من سعر الممارسة (مثل 52 دينار) ⇨ وتنحصر خسارة المشتري بمقدار الفرق مع العلاوة والبالغ ( $2 \times 100 = 200$  دينار) ينفذ المشتري ⇨ خسارة محددة بالفرق.
- السعر السوقي أعلى من سعر الممارسة (54 دينار) ⇨ ينفذ الخيار ⇨ لا خسارة ولا ربح (خيار مكافئ).
- السعر السوقي أعلى من سعر الممارسة (أكبر من 54 دينار) ⇨ ربح لمشتري الخيار بمقدار فرق

السعر السوقي عن سعر الممارسة مع العلاوة مضروباً في عدد الأسهم ⇨ ينفذ العقد ⇨ أرباح غير محددة طالما استمر السعر السوقي بالارتفاع.



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص. 129.

المطلوب (2):

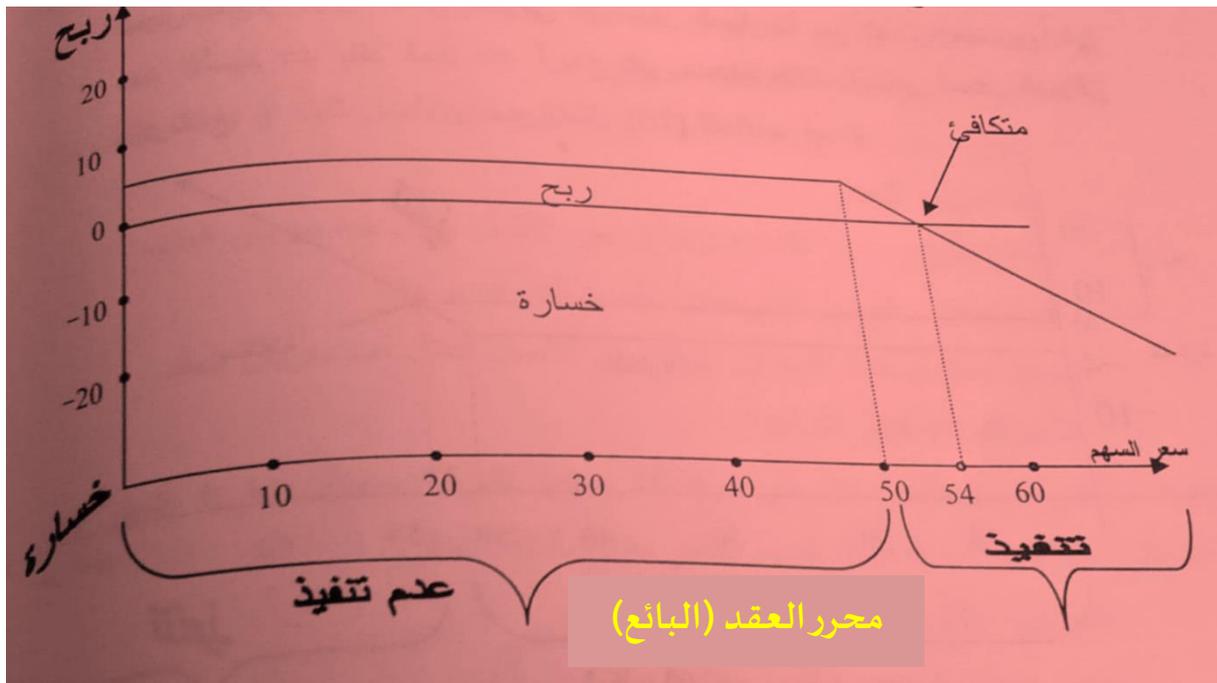
بيان الربح والخسارة لمحرر العقد (البائع)

الحل:

إن احتمالات الربح والخسارة لبائع خيار الشراء، المقابلة للاحتتمالات الخمسة السابقة هي:

- ربح مقداره 400 دينار ⇨ ربح محدد.
- ربح مقداره 400 دينار ⇨ ربح محدد.
- ربح مقداره 200 دينار ⇨ ربح محدد.
- لا ربح ولا خسارة
- خسارة غير محددة مرتبطة بارتفاع السعر.

ويوضح الشكل البياني التالي الحلقات السابقة



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 130.

مثال (شراء خيار البيع)

اشترى مستثمر حق البيع (100 سهم) لشركة معينة مدة 6 أشهر (خيار أمريكي) مقابل علاوة (4 دينار) للسهم بسعر ممارسة 50 دينار.

المطلوب: تحديد مديات الخسارة والربح للمشتري.

الحل

عن الاحتمالات للسعر السوقي خلال 6 أشهر تكون:

السعر السوقي أدنى من (46 دينار)  $\Rightarrow$  ينفذ الخيار  $\Rightarrow$  ربح غير محدد مرتبط باستمرار الانخفاض.

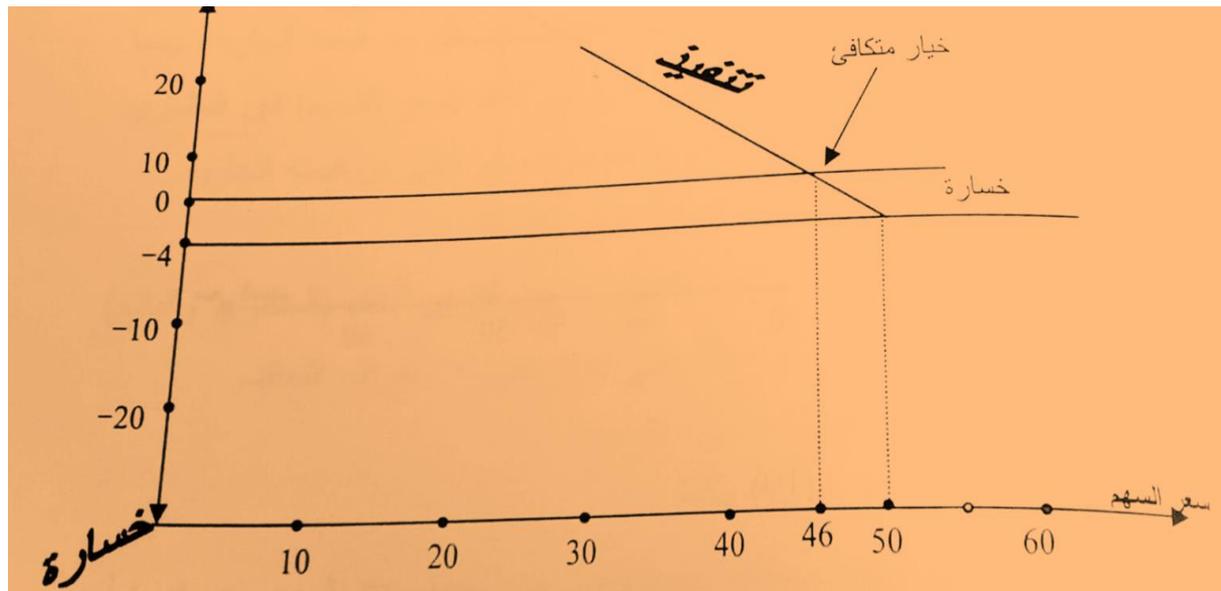
السعر السوقي عند (46 دينار)  $\Rightarrow$  ينفذ الخيار  $\Rightarrow$  خيار مكافئ.

السعر السوقي عند (48 دينار)  $\Rightarrow$  ينفذ الخيار  $\Rightarrow$  خسارة محددة ( $200 = 100 \times 2$  دينار).

السعر السوقي عند (50 دينار)  $\Rightarrow$  لا ينفذ الخيار  $\Rightarrow$  خسارة محددة ( $400 = 100 \times 4$  دينار).

السعر السوقي أعلى من (50 دينار)  $\Rightarrow$  لا ينفذ الخيار  $\Rightarrow$  خسارة محددة ( $400 = 100 \times 4$  دينار).

ويُوضح الشكل البياني التالي الحالات السالفة الذكر.



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 131.

المطلوب (2): بيان الربح والخسارة لمحرر عقد خيار البيع (البائع)

الحل:

إن الاحتمالات المقابلة لما واجهه المشتري هي:

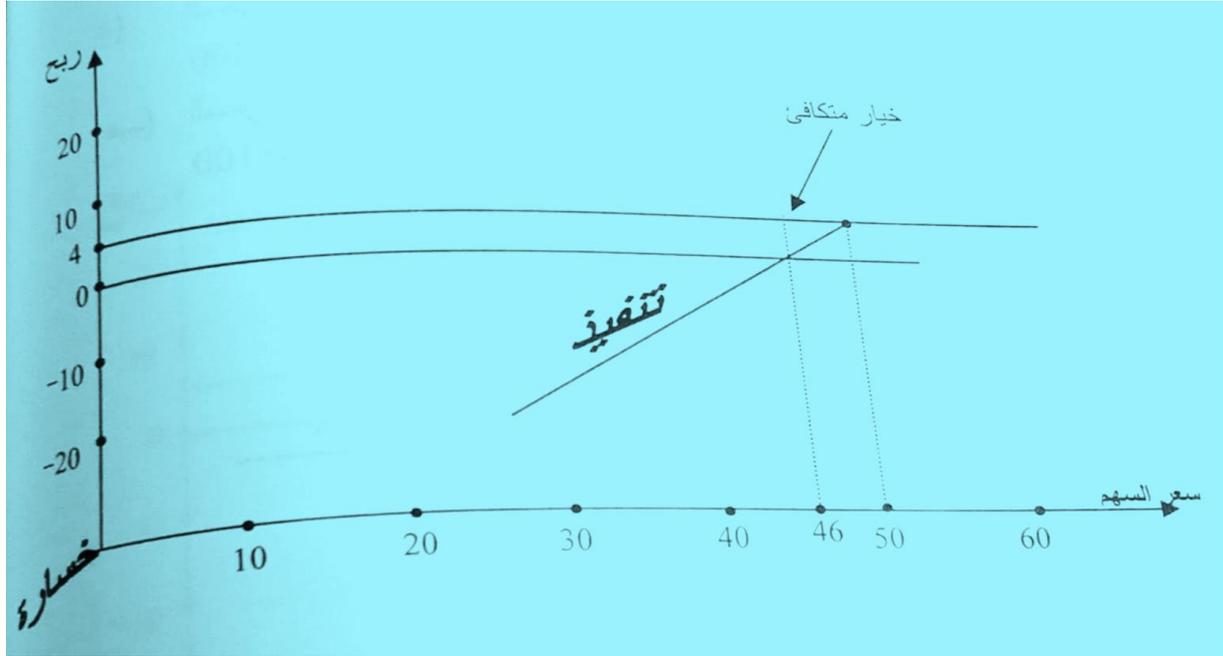
➤ خسارة غير محددة مرتبطة باستمرار انخفاض السعر؛

➤ خسارة مقدارها 400 دينار؛

➤ ربح محدد مقداره 200 دينار؛

➤ ربح محدد مقداره 400 دينار.

ويُوضح الشكل البياني أدناه الحالات السالفة الذكر.



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 133.

### 7.1. العلاوة (مكوناتها ومحدداتها)

تتكون علاوة حق الخيار (والتي تمثل أيضاً سعر حق الخيار) من عنصرين أساسيين: القيمة الذاتية وقيمة الزمن، لهذا يتطلب فهم كيفية تحديد قيمة العلاوة التعرف على طبيعة هذين المكونين.

هناك في الواقع ستة عناصر رئيسية مؤثرة في قيمة العلاوة (العناصر المؤثرة في قيمة علاوة الخيار)،

وهي:

- التغير في سعر الأصل (محل التعاقد)؛
- سعر التنفيذ؛
- الوقت إلى نهاية صلاحية العقد؛
- تذبذب الأصل محل التعاقد؛
- التوزيعات (تأثيرها أقل)؛
- سعر الفائدة الخالي من الخطر (تأثير أقل).

فيما يلي شرح لبعض العناصر المؤثرة في تحديد قيمة الخيار (قيمة العلاوة).

### 1.7.1. القيمة الذاتية

هي قيمة الربح المكتسب إذا تمت ممارسة الحق مباشرة لدى عقد الاتفاق، وتكون لها قيمة فقط إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ (الممارسة) في حالة خيار الشراء وتكون قيمتها صفرًا إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.

بمعنى آخر فقط الخيارات المربحة هي التي يكون لها قيمة ذاتية. ويتم احتساب القيمة الذاتية لكل من خيار الشراء وخيار البيع كما يلي:

القيمة الذاتية (حالة خيار الشراء)

القيمة الذاتية = السعر السوقي للأصل - سعر التنفيذ

يجب أن يكون عقد الخيار مربحاً حتى تكون له قيمة ذاتية.

القيمة الذاتية (حالة خيار البيع)

القيمة الذاتية = سعر التنفيذ - السعر السوقي للأصل

يجب أن يكون عقد الخيار مربحاً حتى تكون له قيمة ذاتية.

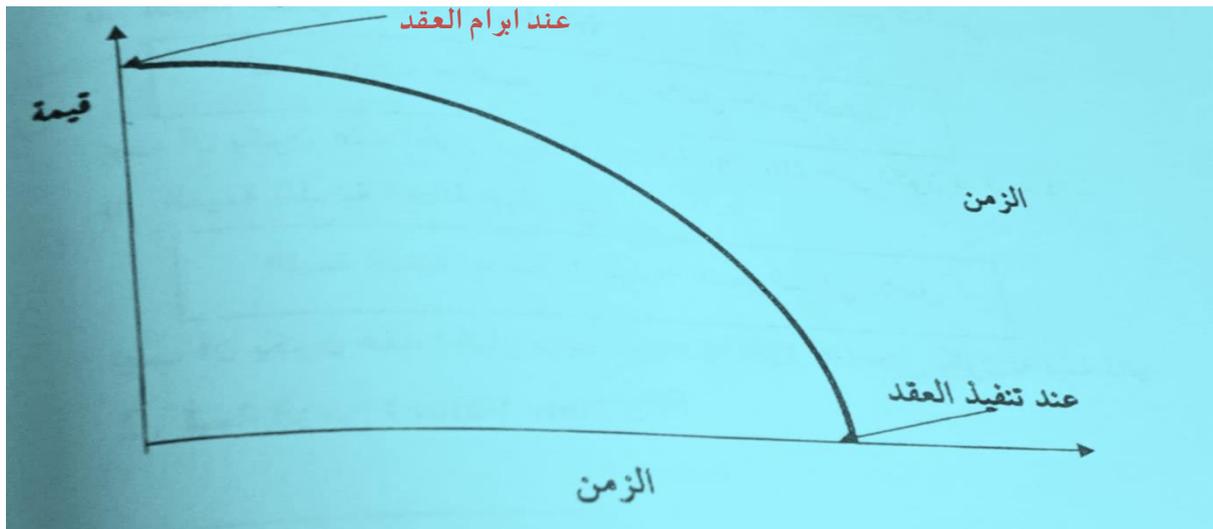
### 2.7.1. قيمة الزمن

تكمّن هذه القيمة في احتمالية تحرك الأسعار بين الوقت الحاضر ووقت انتهاء الحق، فهي ترتبط أساساً بالفترة الزمنية المتبقية على صلاحية الخيار، لأن الخيار عادةً لا ينفذ إلا في آخر يوم لصلاحيته، حيث يدفع مشتري الخيار قيمة علاوة أعلى بازدياد الفترة الزمنية لصلاحية العقد. وإذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من سعر التنفيذ - حالة شراء عقد خيار - في هذه الحالة تساوي القيمة الذاتية صفرًا.

قيمة الزمن = علاوة الخيار - القيمة الذاتية

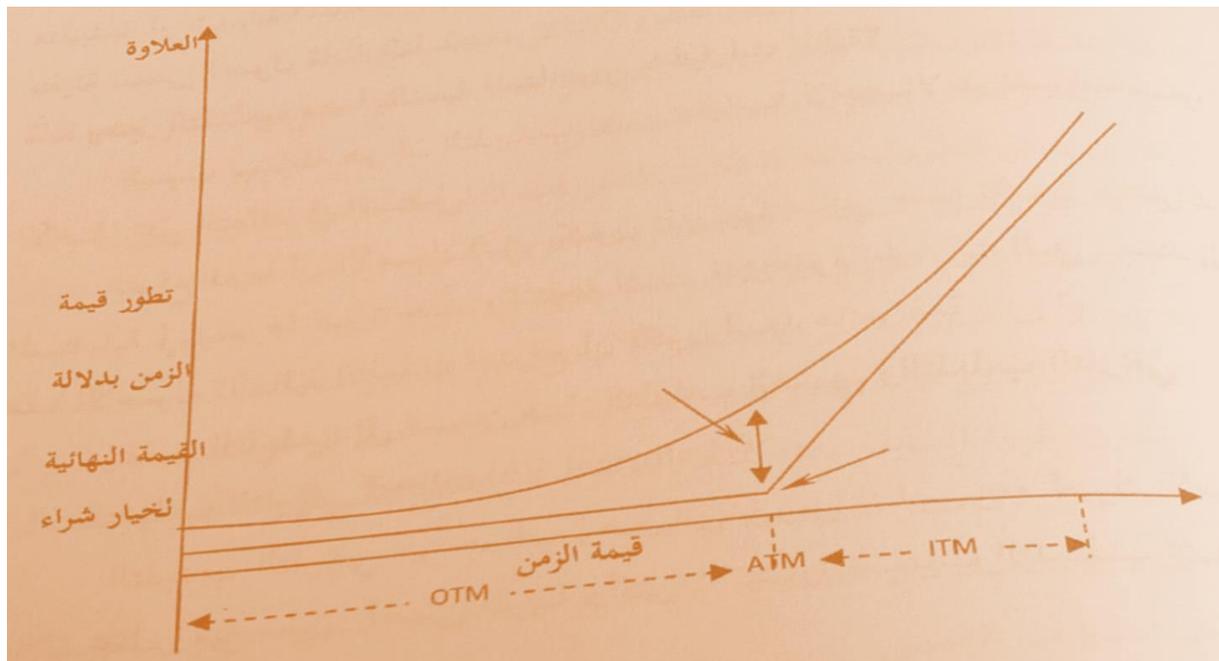
الشكل البياني أدناه يوضح ذلك:

الشكل (5-6): قيمة الخيار وعلاقتها بالزمن



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 136.

الشكل (5-7): العلاقة بين قيمة الزمن وقيمة الأصل والعلاوة



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 137.

### 3.7.1. التذبذب (الضمني والتاريخي)

يمثل التذبذب النقطة الأكثر تعقيداً عند حساب سعر الخيار العادل، فهو عامل يؤثر على قيمة

الخيار، إذ في العادة، يميل المستثمرون إلى ممارسة الخيارات ذات نسبة التذبذب عالية في وقت مبكر

(قبل تاريخ نهاية العقد) مقارنةً بالخيارات ذات نسبة تذبذب منخفضة.

يُوفر التذبذب للمستثمرين والمتاجرين بالخيارات المالية توقعات حول تحركات سعر السهم مستقبلاً. وهذا يعتبر مهماً جداً لمعرفة ما إذا كان سيتم تنفيذ عقد الخيار وهل سيحقق ربحاً أو خسارة للمستثمر، كما أن فهم التذبذب يساعد المستثمرين (والمضاربين) في معرفة متى يكون سعر الخيار مرتفعاً ومتى يكون منخفضاً وذلك بالنظر إلى التأثيرات التاريخية للأصل محل التعاقد. ينقسم التذبذب إلى قسمين هما التذبذب الضمني والتذبذب التاريخي.

### 1.3.7.1. التذبذب التاريخي

التذبذب التاريخي هو حساب إحصائي يقيس لنا سرعة تحرك الأسعار خلال مجال زمني معين. أحسن طريقة وأكثرها انتشاراً لحساب التذبذب التاريخي هي الانحراف المعياري. يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي (في حالة أصل فإن الانحراف المعياري يقيس التقلب الذي يطرأ على عوائد هذا الأصل عن الوسط الحسابي للعوائد المتوقعة). تحسب قيمة التذبذب في العادة وفق العلاقة الرياضية التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{(r_t - \bar{r})^2}{n - 1}}$$

حيث:

$r_t$ : عائد الأصل (الورقة المالية) في اللحظة (t).

$\bar{r}$ : المتوسط الحسابي لـ  $r_t$ .

$n$ : عدد الملاحظات.

### 2.3.7.1. التذبذب الضمني

يُمكن النظر إلى التقلبات الضمنية كمقياس لمخاطر الأداة أو المحفظة الآن (حالياً) وذلك كنظير

للمخاطر في فترة زمنية ماضية (التقلبات التاريخية).

وهذا يُمكن تعريف التذبذب الضمني على أنه: القيمة النظرية التي تمثل تقلب الأداة الأساسية

حسب تحديدها من قبل سعر الخيار.

العوامل التي تُؤثر على التقلب الضمني هي سعر الممارسة (التنفيذ) ومعدل العائد وتاريخ

الاستحقاق وسعر الخيار.

التذبذب الضمني هو كذلك نظرة الأسواق عن التذبذب وكيف سيكون مستقبلاً.

لتحديد قيمة التذبذب الضمني لعقد الخيار، فإن على المستثمر استخدام نموذج التسعير. الشكل

البياني التالي يوضح كل أنواع التذبذب وعلاقتها بالسعر الحاضر للأصل.

الشكل (5-8): العلاقة بين التذبذب الضمني والتاريخي.



المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 140.

إذن فالتذبذب التاريخي يعطينا فكرة عن تذبذب الأصل في الماضي، بينما يعطينا التذبذب الضمني

فكرة عن توقعات الأسواق حول التذبذب المستقبلي للأصل.

# الفصل السادس

## تسعير عقود

## الخيارات المالية

## الفصل السادس: تسعير عقود الخيارات المالية

### 1.1. تمهيد

يعتبر موضوع المشتقات المالية من الموضوعات التي أصبحت تحتل مكانة هامة ضمن العلوم المالية. وإذا كان البحث عن تاريخ نشأة المشتقات المالية واستخداماتها ودورها في الأسواق المالية وفي التحوط وإدارة المخاطر مهماً، فإن أهم من ذلك كله عملية تسعير هذه الأدوات المالية باعتبارها حجر الزاوية في التعامل بها، خاصة في ظل نقص مراجع باللغة العربية تعنى بموضوع تسعير المشتقات المالية بشكل عام، والخيارات المالية خاصة.

هذا ويحتل موضوع التقييم (التسعير) بشتى أنواعه في مجال التمويل مكانة مهمة لدوره في ربط المواضيع المختلفة، وتزداد أهميته في بيئة عدم التأكد التي يتصف بها العالم أجمع لما يتركه ذلك من أثر على الترابط والتشابك بين مختلف العوامل، وهذا من شأنه أن يزيد من صعوبة عملية التقييم ذاتها. ويشير بهذا الخصوص بعض الباحثين إلى أن التذبذب يعتبر العنصر الأهم والحاسم في عملية تسعير الأصول المالية وعقود المشتقات المالية. كما أن الحاجة إلى التقييم أصبحت ضرورة لا غنى لأي مستثمر عنها فرداً كان أم شركة ولهذا فإن التقييم يعتبر عملية مستمرة. وإذا كانت عملية التقييم للأصول بوجه عام تنطوي على بعض الصعوبات فإنها تزداد تعقيداً عند تقييم المشتقات المالية لارتباطها بعوامل عدة إضافة إلى أن جوهرها هو التحوط ضد المخاطر مما يعني أنها تعتمد على التوقعات المستقبلية وهذا وحده كفيل بجعل عملية تسعير الخيارات المالية صعبة للغاية

### 2.1. مفهوم نظرية تسعير الخيارات

تهدف نظرية تسعير الخيارات المالية والتي يطلق عليها كذلك اسم نظرية تسعير المشتقات إلى تحديد السعر النظري العادل لعقد خيار مالي خلال أي لحظة زمنية. وعلى الرغم من أن عقود الخيارات المالية عرفت من فترة طويلة نسبياً، إلا أن التسعير النظري لعقود الخيارات لم يكن ممكناً إلا بعد ظهور نموذج

بلاك شولز (1973) لتسعير الخيارات، وقد كان ذلك بفضل مجهودات كل من بلاك فيشر، روبرت ميرتون، ومايرون شولز.

إذن نظرية تسعير الخيارات (أو نظرية تسعير المشتقات) ونموذج بلاك شولز يعبران عن نفس الشيء.

والتاريخ الفعلي لتسعير المشتقات المالية (الخيارات بشكل خاص) يُمكن إرجاعه إلى ما قبل ظهور نموذج بلاك شولز، وتعود جذوره إلى باشولبييه سنة 1900 والذي ابتكر الحركة البراونية للخيارات على سندات الحكومة الفرنسية.

### 3.1. أساس تسعير الخيارات

قبل التعرف على أساليب تسعير العقود المشتقات، دعنا نحاول توضيح كيفية تحديد حق الخيار في ظل ظروف عدم التأكد.

المثال التالي يوضح ذلك؛

#### تحديد قيمة حق الخيار في ظروف عدم التأكد

- لنفترض أن لدينا حق خيار الشراء لأسهم شركة معينة وينتهي بعد شهر.
- سعر السهم في نهاية الشهر غير مؤكد، لكن يُمكن وضع توزيع احتمالي لسعر السهم.
- إذا كان سعر التنفيذ للسهم هو 10 دولارات، بينما يأخذ سعر السهم في تاريخ الانتهاء (السعر السوقي أو الجاري) القيم الآتية:

السعر السوقي للسهم	الاحتمال	
5	0,3	1
10	0,4	2
15	0,3	3
---	1	المجموع

حساب القيمة المتوقعة لحق الخيار في نهاية الفترة:

$$(10-15) 0.3 + (10-10) 0.4 + (10-5) 0.3 =$$

$$= 1.5 \text{ دولار.}$$

تُشير النتائج السابقة إلى وجود علاقة بين القيمة المتوقعة للحق وسعر السهم. أي:

كلما كان احتمال أن تكون أسعار السهم عند تاريخ الانتهاء أكبر من سعر التنفيذ للسهم كلما

زادت قيمة حق الخيار؛

الفترة المنقضية بين إبرام الاتفاق أو الحق وممارسته سوف تؤثر على قيمة حق الخيار.

يوجد العديد من الأساليب لتسعير عقود الخيارات المالية نذكر منها:

➤ الأسلوب البياني؛

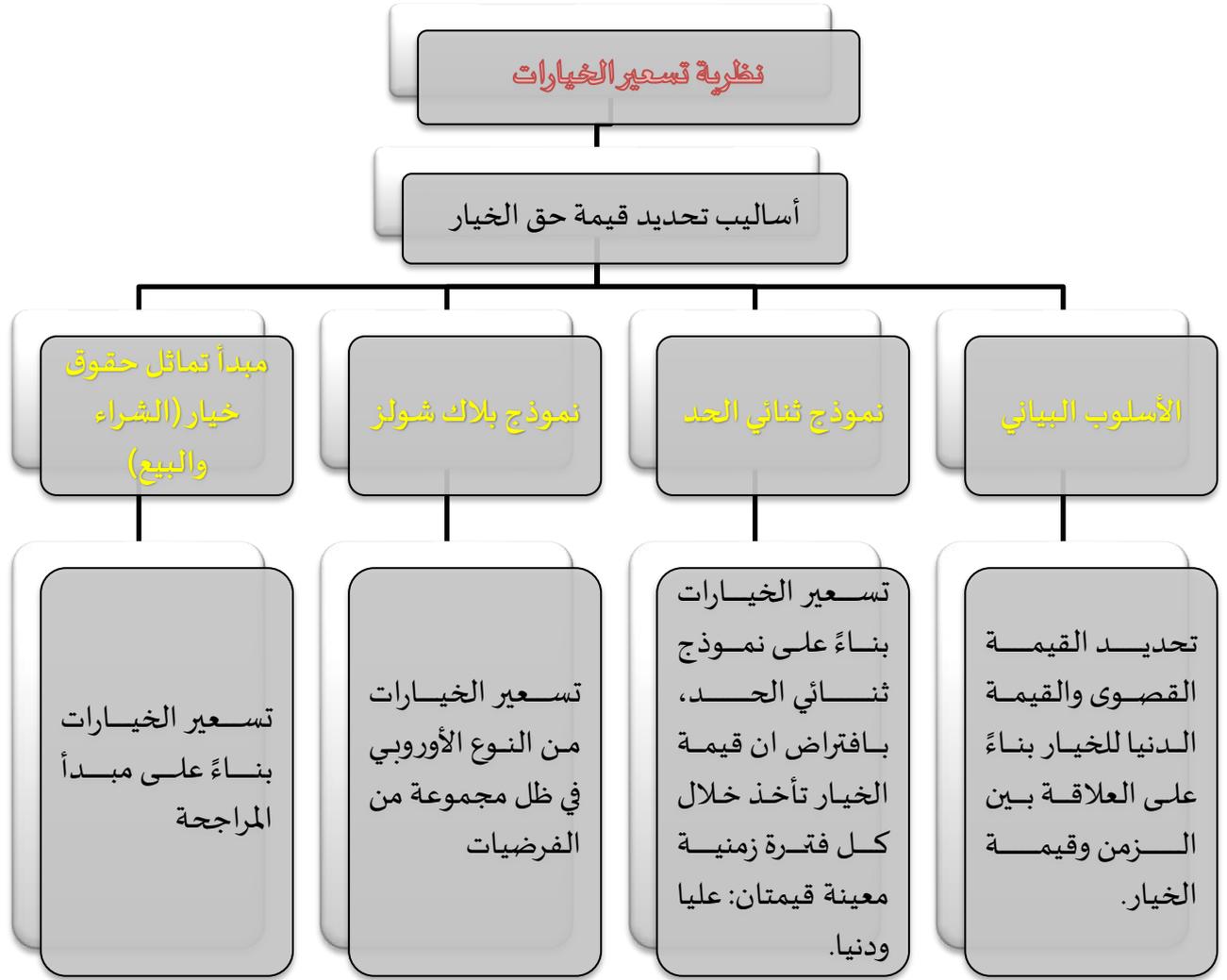
➤ نموذج بلاك شولز؛

➤ مبدأ التماثل بين حقوق خيارات الشراء والبيع لتسعير الخيارات.

➤ نموذج ثنائي الحد.

الشكل (6-1) يوضح أساليب تسعير الخيارات المالية.

الشكل (1-6): أساليب تسعير الخيارات المالية



المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 150.

#### 4.1. الأسلوب البياني لتسعير الخيارات المالية

يُمكن من خلال الأسلوب البياني تحديد القيمة النظرية القصوى والقيمة النظرية الدنيا لحق الخيار، حيث يكون التساؤل دوماً عن أقصى قيمة لحق الخيار وأقل قيمة يُمكن أن يصل إليها هذا الحق. وفي هذه الحالة لا بد من دراسة متغير مهم وهو الوقت المنقضي بين تاريخ إبرام الحق وتاريخ انتهائه.

✚ شرح الأسلوب البياني:

كما أشرنا سابقاً تتحدد قيمة حق الخيار بعنصر أساسي هو: الوقت ما بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ

انتهائه.

لنفترض ان هذا الوقت طويل جداً (ليس هناك تاريخ محدد لانتهاء العقد مثلاً). في هذه الحالة نتوقع

أن تصل قيمة حق الخيار إلى أقصاها. السؤال: لماذا؟

السبب هو ان القيمة الحالية لسعر التنفيذ ستؤول إلى الصفر، ونتيجة لذلك فإن حق الخيار

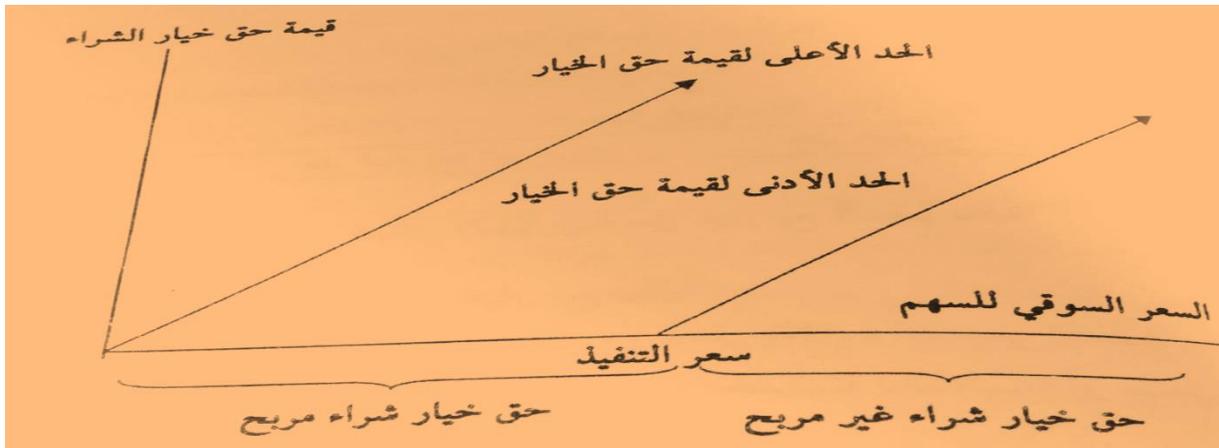
تصل إلى أقصى حد لها.

أو يُمكن تبريرها بطريقة أخرى: وهي انه خلال هذه الفترة الطويلة جداً فلا بد أن يصبح العقد مربحاً

(ITM)، مما يجعل محرز العقد يطلب أقصى قيمة ممكنة على اعتبار ان خسارته مؤكدة (علماً ان ذلك

ممتنع التحقيق في الواقع على اعتبار أن محرز العقد لو تأكد من خسارته فإنه لن يحرر العقد أصلاً).

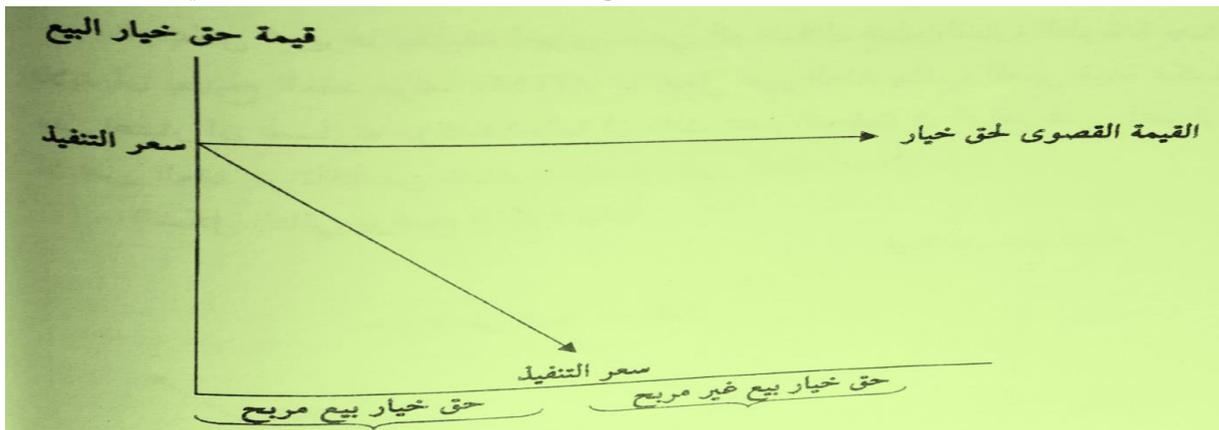
الشكل (2-6): قيمة حق خيار شراء لأسهم عادية وفق الأسلوب البياني



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 151

أما قيمة حق خيار البيع بيانياً فتتمثل كما يلي:

الشكل (3-6): قيمة حق خيار بيع لأسهم عادية وفق الأسلوب البياني



5.1. نموذج بلاك شولز لتسعير الخيارات المالية

نموذج بلاك شولز (1973) لتسعير الخيارات هو أكثر النماذج شيوعاً لدى الأكاديميين والممارسين

عند تقييم (تسعير) خيارات الشراء. يقوم النموذج على مجموعة من الفرضيات أهمها:

- ❖ لا توجد تكلفة للمعاملات كما لا توجد ضرائب.
- ❖ معدل الفائدة الخالي من الخطر ثابت • تعمل أسواق رأس المال بشكل مستمر (التعامل على كل الأسهم مستمر).
- ❖ سعر الأصل محل التعاقد ( $S$ ) يتبع حركة هندسية براونية (دالة مستمرة) ، مع ثبات كل من المشتق ( $\mu$ ) والانحراف المعياري ( $\sigma$ )، حيث:

$$dS_t = \mu * S_t * dt + \sigma * S_t * dZ_t$$

- ❖ لا توجد أية قيود للمراجعة؛
- ❖ يمكن استخدام البيع على المكشوف على الأصل محل التعاقد (اقتراض الأصل وبيعه)؛
- ❖ يمكن اقتراض النقد وإقراضه بسعر الفائدة الخالي من المخاطر؛
- ❖ لا توجد توزيعات لحاملي الأسهم؛
- ❖ الخيار من النوع الأوروبي وليس الأمريكي؛
- ❖ كل الأسهم يمكن تقسيمها بشكل تام (مثلاً من الممكن بيع 1/100 من سهم أو 1% من سهم).

مناقشة الفرضيات:

من المعلوم في الاقتصاد، وبشكل خاص في العلوم المالية أن الفرضيات إنما توضع لتبسيط حل مشكلة ما. وكلما كانت الفرضيات قوية، كلما كان حل المشكلة أيسر، ولهذا السبب ستم مناقشة الفرضيات السابقة المتعلقة بنموذج بلاك شولز. قام ميرتون بمناقشة معمقة ومطولة لمدى ملاءمة الفرضيات السابقة. ولعل الفرضيات المتعلقة بإمكانية البيع المكشوف وعدم وجود قيود على المراجعة

واستمرارية الأسواق المالية مع عدم وجود أي تكاليف وكذا إمكانية تجزئة السهم الواحد تعتبر فرضيات معيارية مستخدمة في كثير من النماذج المالية كنظرية اختيار المحفظة المالية. كذلك فرضية الإقراض والاقتراض بسعر الفائدة الخالي من المخاطرة وعدم وجود توزيعات على الأسهم يمكن تعديلها مما سبق، فإن أهم فرضية هي المتعلقة بسعر الأصل محل التعاقد الذي يتبع حركة براونية هندسية، وهي فرضية وضعت لوصف سلوك العوائد من الأصل محل التعاقد. يمكن التعبير عن صيغة تسعير خيارات الشراء وفقا لنموذج بلاك شولز على النحو التالي:

$$OP = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

على أساس أن:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

و

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

حيث:

**OP**: سعر خيار الشراء؛

**S**: السعر السوقي الجاري للأسهم العادية؛

**N(d<sub>1</sub>)**: دالة الكثافة التراكمية لـ (d<sub>1</sub>) (توزيع طبيعي)؛

**N(d<sub>2</sub>)**: دالة الكثافة التراكمية لـ (d<sub>2</sub>)؛

**X**: سعر التنفيذ (الممارسة)؛

**e**: أساس اللوغاريتم = 2.72.

**r**: سعر الفائدة الخالي من المخاطرة؛

$t$ : الوقت المتبقي على انتهاء صلاحية الخيار؛

$\sigma$ : تذبذب السهم (الانحراف المعياري لعوائد الأصل قصيرة الأجل خلال سنة).

وعلى الرغم من أن المعادلة قد تبدو معقدة، إلا أن تطبيقها لا ينطوي على أية صعوبات، فمعظم المدخلات المطلوبة لحساب سعر خيار الشراء يمكن الحصول عليها من البيانات المنشورة. فسعر السهم ( $S$ ) وسعر التنفيذ ( $X$ ) هي قيم معلومة، أما الوقت المتبقي حتى استحقاق الخيار (إلى نهاية صلاحية الخيار) فيحسب عدد الأيام المتبقية حتى الاستحقاق وتقسّم على 365 (عدد أيام السنة). أما سعر الفائدة الخالي من المخاطر ( $r$ ) فيعبر عنه بسعر الفائدة على سندات الخزينة بشرط أن يكون أجلها مساوياً لأجل الخيار) ويحسب المعدل بالتركيب المستمر. وتُستخرج قيم  $(N(d_1))$  و  $(N(d_2))$  من جداول التوزيع الطبيعي، مما يعني أن المتغير الوحيد المجهول والذي يصعب تقديره هو التباين ( $\sigma$ ) أو التقلب ويحسب بالتركيب المستمر لعمر السهم خلال عمر الخيار، إذ يمكن تقدير التباين من خلال البيانات التاريخية لأسعار الأسهم، إلا أن ما يحتاجه المستثمر في الحقيقة هو التقلب المستقبلي للسهم، وهي قيمة مجهولة، لذلك يقود اختلاف تقديرات المستثمرين لتباين الأسهم إلى اختلاف في تقدير أسعار الخيارات المالية.<sup>1</sup>

ولمزيد من التوضيح حول استخدام نموذج بلاك وشولز لتسعير الخيارات، دعنا نفترض أن لدينا عقد خيار شراء من النوع الأوروبي على 100 سهم من أسهم شركة (ABC) والتي لا تقوم بتوزيعات على هذه السهم. سعر التنفيذ لعقد الخيار هو 55 دولاراً، وينتهي خلال 0.34 سنة.

شركة (ABC) تبيع السهم عند سعر 56.25 ولها معدل 28% تذبذب. سعر الفائدة الخالي من

المخاطرة (المستمر) هو: 2.85%.

المطلوب:

➔ حساب سعر الخيار باستخدام نموذج بلاك وشولز؛

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر، الطبعة الأولى، 2008، ص.

إيجاد القيمة الذاتية والقيمة الزمنية للخيار.

لحساب سعر الخيار باستخدام نموذج بلاك شولز، لدينا المعطيات التالي:

$$\begin{cases} S = 56,25 \\ X = 55 \\ t = 0,34 \\ \sigma = 28\% \\ r = 2,85\% \end{cases}$$

باستخدام نموذج بلاك وشولز فإنه يجب أولاً إيجاد كل من  $(d_1)$  و  $(d_2)$ ، وذلك بالتعويض في معادلتيهما.

لدينا:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}} = \frac{\ln\left(\frac{56,25}{55}\right) + \left(2,85\% + \frac{(0,28)^2}{2}\right)0,34}{0,28\sqrt{0,34}} = 0,28$$

بالنسبة ل  $(d_2)$ :

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} = 0,28 - 0,28\sqrt{0,34} = 0,12$$

بالتعويض في معادلة تسعير خيار الشراء، نجد:

$$OP = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

$$\Rightarrow OP = 56,25N(0,28) - 55 \times N(0,12)e^{-0,28 \times 0,34}$$

$$\Rightarrow OP = 4,56$$

نجد 4.56: دولار للسهم الواحد (وهو يمثل القيمة السوقية لحق الخيار للسهم الواحد من أسهم

شركة (ABC) ويكون بذلك قيمة حق الخيار الكلية هي 456 دولاراً (أي لـ 100 سهم).

إيجاد القيمة الذاتية وقيمة الزمن للخيار

القيمة الذاتية = سعر التنفيذ - السعر السوقي للأصل.

القيمة الذاتية =  $55 - 56,25 = 1,25$  دولاراً للسهم الواحد.

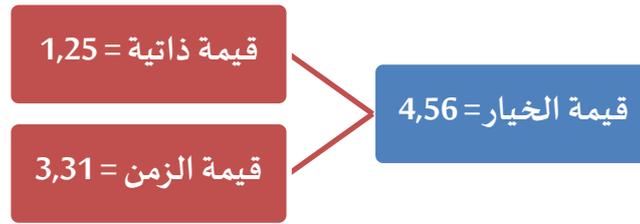
قيمة الزمن = قيمة الخيار - القيمة الذاتية

قيمة الزمن =  $4,56 - 1,25 = 3,31$  دولاراً للسهم.

وبالتالي فإن قيمة الخيار على 100 سهم هي 456 دولار وهذه القيمة تنقسم إلى قسمين:

قيمة ذاتية = 125 دولاراً؛

قيمة الزمن = 331 دولاراً.



### 6.1. نموذج مبدأ التماثل بين حقوق خيارات الشراء وحقوق خيارات البيع لتسعير الخيارات المالية

يمثل نموذج تعادل حقوق خيار الشراء والبيع (put-call parity) والذي وضع لأول مرة من طرف

ستول (Stoll) سنة 1969 العلاقة التي تجب أن توجد بين أسعار خيارات البيع وخيارات الشراء (من النوع

الأوروبي) والتي تشترك في نوع الأصل (محل التعاقد) وسعر التنفيذ وتاريخ الانتهاء.

هذه العلاقة يمكن اشتقاقها من مبدأ المراجعة.

للتوضيح أكثر، لنعتبر أن لدينا محفظتين ماليتين (A) و (B).

تتكون المحفظة (A) من الأصل وخيار بيع، وتتكون المحفظة (B) من خيار شراء واستثمار بالقيمة الحالية

لسعر التنفيذ.

جدول (1-6) يُمثل قيم محفظة مكونة من خيار شراء واستثمار بالقيمة الحالية لسعر التنفيذ.

جدول (1-6): قيم محفظة مكونة من أصل وخيار بيع

المحفظة (A)	
القيمة عند نهاية تاريخ صلاحية العقد	

$S^* > X$	$S^* \leq X$	العملية اليوم
$S^*$	$S^*$	شراء سهم
0	$X - S^*$	شراء خيار بيع
$S^*$	$X$	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 160.

جدول (2-6): قيم محفظة مكونة من خيار شراء واستثمار بالقيمة الحالية لسعر التنفيذ

المحفظة (B)		
القيمة عند نهاية تاريخ صلاحية العقد		
$S^* > X$	$S^* \leq X$	العملية اليوم
$S^* - k$	0	شراء خيار الشراء
$X$	$K$	استثمار (توظيف) القيمة الحالية لسعر التنفيذ
$S^*$	$X$	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث نقلاً عن عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 160.

بغض النظر عن قيمة الأصل محل التعاقد عند تاريخ انتهاء صلاحية كل محفظة، فإنه سوف يكون

للمحفظتين نفس القيمة. إذا كانت المحفظتان الماليتان تتجهان لأن يكون لها نفس القيمة في تاريخ الانتهاء،

إذن يجب أن تكون لدهما نفس القيمة اليوم.

وبخلاف ذلك، يمكن للمستثمر القيام بمراجعة من خلال شراء المحفظة الأقل تكلفة (الأرخص)

وبيع المحفظة الأعلى والاحتفاظ بالمركز طويل- قصير إلى غاية تاريخ الانتهاء. وتبعاً لذلك لدينا المعادلة

التالية:

$$c + PV(x) = p + s$$

وهي نفس العلاقة التي وصلنا إليها في الشرح السابق (علماً أن  $PV(x)$  هي القيمة الحالية لسعر التنفيذ).

لاحظ انه يُمكن التعبير عن علاقة تماثل حقوق خيار الشراء والبيع بعدة قوانين متماثلة، وذلك كما يلي:

$$\begin{aligned} c + PV(x) &= p + s \\ \Rightarrow c &= p + s - PV(x) \\ \Rightarrow p &= c + PV(x) - s \end{aligned}$$

مثال توضيحي:

لإيجاد خيار البيع على نفس الأسهم، فإننا نستخدم نموذج تماثل خيارات الشراء والبيع، ويكون ذلك كما يلي:

$$p = c + PV(x) - s$$

كل المتغيرات في المعادلة موجودة، حيث:

$$s = 56,25$$

$$c = 4,56$$

أما القيمة الحالية لسعر التنفيذ أي  $(PV(x))$  فتحسب كما يلي:

$$PV(x) = Xe^{-rt}$$

$$\Rightarrow PV(x) = 56,25 \times e^{-0,28 \times 0,34}$$

$$\Rightarrow PV(x) = 54,49$$

وبالتعويض في المعادلة نجد:

$$p = 4,56 + 54,49 - 56,25$$

$$p = 2,78$$

إذن سعر خيار البيع على أسهم شركتنا هذه هو 2,78 للسهم الواحد، أي 278 دولار على مجموع الأسهم.

### 7.1. نموذج ذو الحدين (ثنائي الحد) لتسعير عقود الخيارات

إذا كانت معظم النماذج التي درسناها تهدف لتسعير عقود الخيارات من النوع الأوروبي، فإن نموذج ذي الحدين هو صيغة رياضية لتسعير عقود الخيارات الأمريكية) والتي يمكن تنفيذها في أي وقت من تاريخ صلاحية العقد) بالإضافة إلى عقود الخيارات الأوروبية.

اقترح نموذج ذي الحدين من طرف كل من كوكس، روس وروبينشتاين سنة 1979 ويسمى النموذج كذلك نسبة إليهم.

وسبب تسميته بنموذج ذي الحدين هو أنه يستخدم قانون ذو الحدين لتسعير الخيارات. يقوم

نموذج ثنائي الحد لتسعير الخيارات المالية على الفرضيات التالية:

- غياب تكلفة المعاملات والضرائب ومتطلبات الهامش؛
- بالإمكان الإقراض والاقتراض بسعر الفائدة الخالي من المخاطر؛
- بإمكان المستثمرين استخدام البيع القصير (البيع على المكشوف) لأية ورقة مالية؛
- سعر الفائدة الخالي من المخاطرة ثابت؛
- سعر الأصل محل التعاقد يتبع التوزيع الثنائي.

كيفية عمل النموذج ثنائي الحد:

يقسم نموذج ذي الحدين (ثنائي الحد) الوقت إلى غاية انتهاء صلاحية العقد إلى عدد محدد من المجالات الزمنية (الترات) والتي يمكن لسعر الأصل محل التعاقد خلالها (أي خلال أي مجال منها) أن يأخذ قيمتين: (دنيا Down) (وعليا Up) وذلك باحتمال معين. تعطى الصيغة العامة للنموذج كما يلي:

$$C_{B_i} = f(S, \sigma^2, X, T, r_f, \mu, d, n)$$

العناصر الخمسة الأولى من الدالة  $(S, \sigma^2, X, T, r_f)$  هي نفسها التي تناولها نموذج بلاك

وشولز. أما الثلاثة الأخيرة فهي تُمثل: القيمة العليا  $(\mu)$  والقيمة الدنيا  $(d)$  وعدد الفترات  $(n)$ .

يفترض نموذج ثنائي الحد أن سعر السهم يأخذ أحد الاتجاهين زيادة أو نقصاناً وذلك خلال الفترة

إلى نهاية صلاحية العقد.

كمثال بسيط فإن الجدول التالي يُعطي فكرة عن شجرة نموذج ثنائي الحد.

الجدول (3-6): شجرة نموذج ثنائي الحد

				56,24	
			54,08		
		52			
	<b>50</b>		49,06		
	قيمة الخيار	48		47,92	
			46,08		
				44,24	
الفترات	اليوم (0)	1	2	3	

وبفضل هيكله البسيط والتكراري، فإن للنموذج ثنائي الحد العديد من المزايا.

طريقة استخدام نموذج ثنائي الحد في تسعير عقود الخيارات:

يستخدم نموذج ثنائي الحد طريقة الوحدات الزمنية المستقلة (المنفصلة) لرسم تطور سعر الأصل محل التعاقد، وذلك عن طريق شجرة نموذج ثنائي الحد وذلك لعدد من المراحل (والتي تسمى كذلك الفترات أو الخطوات) وذلك خلال الفترة ما بين التسعير ونهاية صلاحية العقد. كل عقدة (نقطة تقاطع) في شجرة نموذج ثنائي الحد تمثل سعراً ممكناً للأصل محل التعاقد عند نقطة زمنية معينة. وتطور السعر هذا، هو الذي يمثل القاعدة الأساسية لتسعير الخيار. تمر عملية تسعير عقد خيار مالي من خلال أسلوب

ثنائي الحد بمجموعة من الخطوات، وذلك على النحو التالي:

رسم شجرة أسعار الأصل:

تتكون شجرة الأسعار من خلال التقدم من تاريخ التسعير إلى تاريخ انتهاء صلاحية العقد. عند كل خطوة (فترة) فإنه يفترض أن يتحرك سعر الأصل محل التعاقد نحو الأعلى أو نحو الأسفل وذلك بمعامل محدد ( $d$ ) أو ( $\mu$ )، حيث:

$$\begin{cases} \mu \geq 1 \\ 0 < d \leq 1 \end{cases}$$

وبهذا فإنه إذا كان ( $S$ ) السعر السوقي، فإن السعر في المرحلة الموالية سيكون:

$$S_{\mu p} = S \cdot \mu$$

أو

$$S_{down} = S \cdot d$$

معاملات السعر العلى والسعر الأدنى يتم حسابها باستخدام تذبذب الأصل ( $\sigma$ ) والمدة الزمنية التي تستغرقها مرحلة واحدة (أو خطوة) ( $t$ ) محسوبة بالسنوات.

من شرط ان تباين لوغاريتم السعر هو ( $\sigma^2 t$ )، لدينا:

$$\mu = e^{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d = e^{-\sigma\sqrt{t}} = \frac{1}{\mu}$$

من بين خصائص هذه الطريقة أن سعر الأصل محل التعاقد لو تحرك نحو الأعلى ثم نحو الأسفل، فإن الأسعار ستكون هي نفسها فيما لو أنها تحركت نحو الأسفل ثم نحو الأعلى (أي بطريقة معاكسة للأولى)، ولا شك أن هذه الخاصية تقلل من عدد العقد في الشجرة، وبالتالي تسرع من حساب سعر الخيار. هناك ميزة أخرى لهذه الطريقة، وهي أنها تتيح إمكانية حساب قيمة الأصل عند كل عقدة باستخدام الصيغة الرياضية المعطاة، ولا تتطلب إعادة رسم شجرة الأسعار من جديد. قيمة الأصل عند أي عقدة

تكون:

$$S_n = S_0 \times \mu^{N_\mu - N_d}$$

حيث:

$N_\mu$ : عدد مرات الصعود.

$N_d$ : عدد مرات النزول.

هذا ويُمكن حساب احتمال ارتفاع الأسعار واحتمال انخفاضها على النحو التالي:

$$p = \frac{e^{(r-q)t} - d}{\mu - d}$$

$q$ : الدخل الموزع على الأصل (خلال مدة صلاحية الخيار)، مثل التوزيعات التي تحصل عليها أسهم.

مثال:

سهم شركة (ABC) قيمته 50 دولار، وسعر التنفيذ لعقد خيار الشراء على هذا السهم هو 55 دولار.

مدة صلاحية العقد هي 6 شهور (0,5 سنة). سعر الفائدة الخالي من المخاطرة 5% والتذبذب (الانحراف

المعياري) 30%.

إيجاد القيمة العليا والقيمة الدنيا للسهم في نهاية المدة (6 شهور) واحتمالات حدوثهما:

لا بد من إيجاد كل من  $(d)$  و  $(\mu)$  و  $(p)$ .

$$\mu = e^{\sigma\sqrt{t}} = e^{0,3 \times \sqrt{0,5}} = 1,24$$

$$d = \frac{1}{\mu} = \frac{1}{1,24} = 0,84$$

$$p = \frac{e^{(r-q)t} - d}{\mu - d} = \frac{e^{0,05 \times 0,5} - 0,84}{1,24 - 0,84} = 0,511 - p$$

$$= 1 - 0,511 = 0,49$$

إيجاد القيمة العليا:

$$S_{\mu p} = S \cdot \mu = 50 \times 1,24 = 61,82$$

في نهاية الفترة فإن السهم يأخذ القيمة 61,82 دولار (كقيمة عليا) باحتمال 51%.

إيجاد القيمة الدنيا:

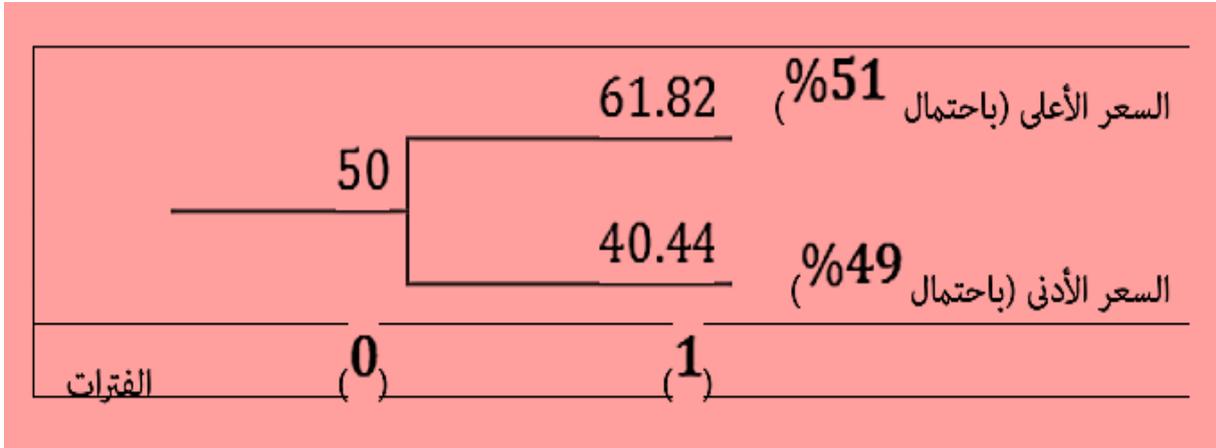
$$S_{down} = S \cdot d = 50 \times 0,84 = 40,44$$

ومما سبق، فإن سعر الأصل خلال نصف سنة القادمة يُمكن ان ترتفع إلى 61,82 دولار باحتمال

51% (قيمة عليا)، كما يُمكن أن ينخفض إلى 40,44 دولار باحتمال 49% (قيمة دنيا).

يُمكن رسم شجرة تطور سعر الأصل (قيمة المحفظة (السهم) في نهاية الفترة) على النحو التالي:

الشكل (4-6): شجرة نموذج الحد (قيمة الأصل)



المصدر: من إعداد الباحث استناداً إلى معطيات المثال

تحديد قيمة الخيار عند العقد النهائية

بعد رسم شجرة تطور الأسعار، لابد من تحديد قيمة الخيار عند العقد النهائية. عند كل عقدة

نهائية من شجرة الأسعار) أي عند تاريخ نهاية صلاحية الخيار، (فإن قيمة الخيار هي ببساطة قيمته

الذاتية، أو الفرق بين سعر السوق وسعر التنفيذ.

بالنسبة لخيار الشراء:  $Max[(S - X), 0]$

بالنسبة لخيار البيع:  $Max[(X - S), 0]$

حيث:  $X$  هو سعر التنفيذ،  $S$  هو السعر الحاضر للأصل محل التعاقد.

من نفس المثال السابق، حيث سعر التنفيذ لعقد الخيار كان 55 دولار، إن هذا الخيار يعطينا إمكانية الحصول على 8,82 دولار باحتمال 51%.

$$S_{up} - X = 61,82 - 55 = 6,82$$

$$Max[(S - X), 0] = Max[6,82; 0] = 6,82$$

أو الحصول على 0 (صفر) باحتمال 49%.

$$S_{down} - X = 40,44 - 55 = -9,56$$

$$Max[-9,56; 0] = 0$$

لأن المستثمر في حالة انخفاض سعر الأصل عن سعر التنفيذ، لا ينفذ الخيار (أي لا يشتري السهم بسعر التنفيذ 55 دولاراً، بل يفضل الشراء بالسعر الأدنى الذي هو سعر السوق أي 40.44 دولاراً). وإذا ق منا بإضافة أسعار الخيار إلى الشجرة السابقة، تصبح على النحو التالي:

الشكل (5-6): شجرة نموذج ثنائي الحد (قيم الأصل وأسعار الخيار)

$S_0 = 50, (X = 55)$		61.82	السعر الأعلى (باحتمال 51%)
		(C = 6.82)	
		40.44	السعر الأدنى (باحتمال 49%)
		(C = 0)	
الفترات	(0)	(1)	

المصدر: من إعداد الباحث استناداً إلى معطيات المثال

**الفصل السابع**  
**عقود المعاملات في**  
**الأسواق المالية**

## الفصل السابع: عقود المعاملات في الأسواق المالية

### 1.1 تمهيد

تعد المشتقات الأدوات المالية التي عكست التطورات العميقة التي عرفتها أسواق المال، وقد ازداد وتضاعف التعامل في هذه الأدوات، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحوط ضد مخاطر التقلبات في أسعار الأوراق المالية من أسهم وسندات، والمشتقات المالية تعرف بأنها عقود مالية تشتق من الأصول المالية المتكون منها كالسندات والأسهم. وتستخدم عقود المعاملات في الأسواق المالية بهدف تغطية مخاطر التغير في أسعار السندات والأسهم، ويكون التعامل بالبيع والشراء في المشتقات المالية من خلال البورصة الرسمية والغير رسمية. وهناك عدة أنواع من أدوات عقود المعاملات والتي من أهمها وأكثرها تعاملاً عقود الخيارات، والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية، ويمكن التفريق بسهولة بين هذه العقود خصوصاً فيما يتعلق بإمكانية تداولها في البورصة الرسمية.

### 2.1 عقود المعاملات في السوق الفورية

في الأسواق الفردية تكون شروط الاستلام والتسليم للأدوات المالية فورية وتنتقل حقوق الملكية عند عملية البيع والشراء بعد دفع قيمتها واستلامها من قبل البائع. وبالتالي فالمقصود بالسوق الفوري أو الحاضرة أيضاً، السوق التي يتم فيها تسليم وتسلم الأوراق المالية التي تمت عليها الصفقات، أو تسوي المعامل في ذات اليوم، أو خلال فترة قصيرة أي أيام العمل والتي تحددها الهيئة المشرفة على تداول الأوراق المالية.

### 3.1 عقود المعاملات في السوق الأجل

وهي المعاملات الجارية في الأسواق المستقبلية أو في سوق المشتقات المالية، والتي يتم فيها الاتفاق على شراء أسهم أو سندات وحتى عملات أجنبية وتسليمها في موعد يتفق عليه الطرفان المتعاقدان في المستقبل، وبسعر متفق عليه لحظة توقيع عقد الشراء. وعموماً المعاملات في سوق المشتقات المالية، هي

المعاملات التي تجري في سوق منظم (هناك سوق غير منظم للمشتقات) تبرم فيه صفقات عقود عل أصول أو أوراق مالية معينة تنفذ في المستقبل، وله آليات إشراف ونظم تداول تختلف عن أسواق الأوراق المالية الفورية. وهناك ثلاث أنواع رئيسية للمشتقات كما ذكرنا سابقاً، وهي العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، والخيارات. والمشتقات المالية هي:

- أدوات مالية استثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من أدوات مالية تقليدية كالأسهم واي سندات؛
  - أدوات مالية استثمارية تشتق قيمتها من أسعار الأسهم والسندات؛
  - هي نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة الأسهم أو السندات.
- ومن أبرز أشكالها عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة.
- المشتقات المالية هي كذلك عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية أسهم وسندات، وتكون يتلك العقود المالية فترة استحقاق محددة بالإضافة إلى سعر يتم تحديدها عند إبرام العقد بين البائع والمشتري.

#### 4.1. العقود الآجلة والمستقبلية

##### 1.4.1. السوق المنظمة للمشتقات المالية

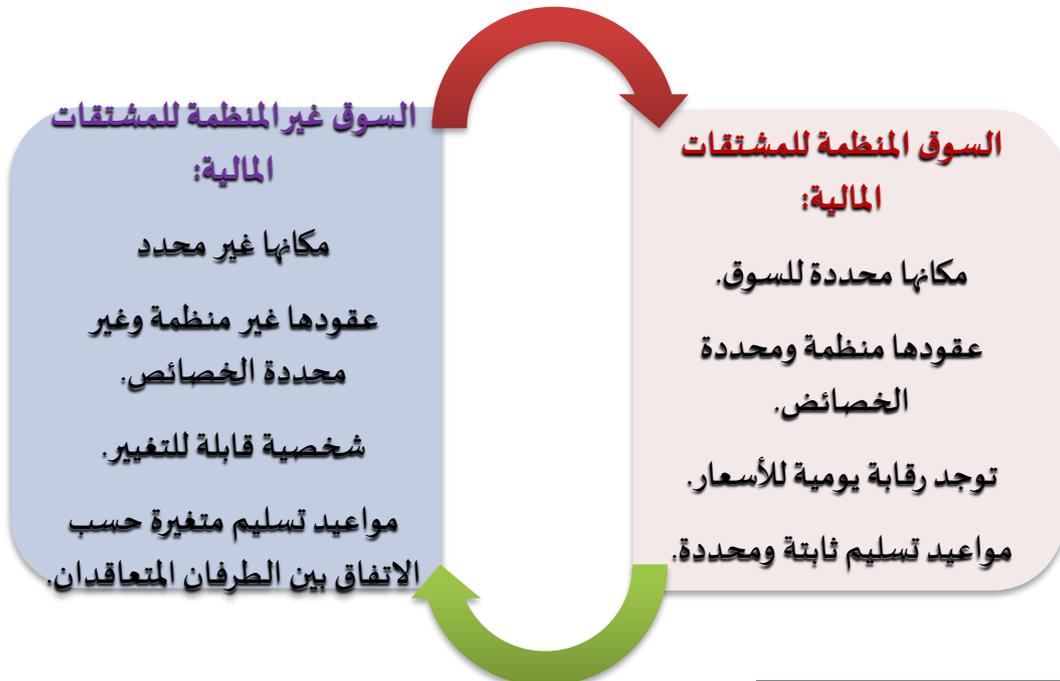
وهي تلك الأسواق التي يتبادل فيها الأفراد عقود منظم ومحددة الخصائص من قبل السوق نفسها، وقد أوجدت هذه الأسواق منذ فترة طويل فمثلاً مجلس شيكاغو للتجارة والذي تم استحداثه عام 1848 للجمع بين المزارعين والتجار معا، وكانت مهمته الرئيسية بشكل مبدئي حينذاك أن يحدد كمية ومواصفات الحبوب التي كانت تتداول في المجلس، ثم تطورت هذه العقود وصولاً إلى العقود المستقبلية، وسرعان ما بدأ المضاربون يتاجرون بتلك العقود، والتي وجدوها أكثر جاذبة من المتاجرة بالحبوب نفسها. ومن الأسواق المنظمة المنافس لمجلس شيكاغو، هو سوق شيكاغو التجاري والذي تأسس عام 1919 وسوق شيكاغو للخيارات بتداول بدأ خيار الشراء على 16 سهم عام 1973، في حين تداول خيار البيع في السوق

المنظم أول مرة عام . 1977 والآن يدينا أسواق منظم للمشتقات في معظم أنحاء العالم ومن هذه الأسواق سوق يندن الدولي للمستقبلات.

#### 2.4.1. السوق الغير منظمة للمشتقات المالية

لا تتم كل المبادلات في سوق منظم ، حيث تعتبر الأسواق غير المنظمة بديل مهم للأسواق المنظمة، ويُقاس حجم المبادلات ايتي تتم في كلا من السوقين نجد أن الأسواق غير المنظم قد أصبحت أكبر حجماً من الأسواق المنظم نفسها، حيث تتجسد هذه الأسواق في شبك اتصالات بين المتعاملين عبر الهواتف والحواسيب المرتبط مع بعضها البعض عبر شبك الأنترنت، وغالباً ما تكون المبادلات في السوق غير المنظم بين شركتين ماليتين أو شرك مالية وأحد زبائنها (مدير شرك، مدير صندوق)، وأهم ما يُميز هذه الأسواق أن عقودها غير منمطة ومحددة الخصائص كما في السوق المنظم، والمشاركين فيها لهم الحرية في التفاوض على شروط العقد، إلا أن هناك مشكل تتعلق بهذه الأسواق وهي وجود مخاطر ائتمان (في حال عدم احترام أحد أطراف العقد التزاماته ولم ينفذ العقد) في حين أن الأسواق المنظمة وضعت آليات كفيلة بإلغاء مثل هذه المخاطر.<sup>1</sup>

الشكل (1-7): المقارنة بين سوق المشتقات المالية المنظمة وغير المنظمة



<sup>1</sup>Hull, John C., Options, Futures, and Other Derivatives, 5th Edition, Prentice Hall, 2003, pp. 1-2

المصدر: من إعداد الباحث

#### 3.4.1. العقود المستقبلية

يمكن النظر للعقود المستقبلية على أنها عقود أجل يتم تداولها في السوق المنظم بخصائص ومواصفات منمطة ومحددة، وكما يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها اتفاق بين طرفين على تبادل أصل ما بموعد محدد بالمستقبل وبسعر يتم تحديده وقت تنفيذ هذا العقد أو الاتفاق، ولجعل التداول ممكناً حدد السوق سمات معيارية أو نمطية معينة للعقد، وبما أنه ليس بالضرورة أن يعرف طرفي العقد بعضهما البعض، فإن السوق تقوم بتوفير أية تعطي كلاً من الطرفين ضماناً بأن العقد سينفذ، وبشكل عام فإن أية تداول العقود المستقبلية تمكن طرفي العقد من تجنب انجاز عملية التسليم ويكون ذلك عن طريق التسوية النقدية أو اجراء عملية مقاص إلغاء الالتزام بين طرفي العقد، ولا يسمح للعقود المستقبلية أن تتداول إلا في الأسواق المرخص والخاضع لإشراف هيئة تداول العقود المستقبلية للسلع.<sup>1</sup>

#### 4.4.1. العقود الآجلة

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين حيث يوافقان على تبادل كمية معينة من أصل ما بسعر محدد على أن يكون الاستلام في موعد محدد في المستقبل. هذا وتختلف العقود الآجل عن العقود المستقبلية، في أن بنود العقد غير منمطة أو محددة ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة، وذلك لأنها عقود تفاوضية بين طرفين بحيث يمكن أن تصاغ بنود العقد الآجل بالشكل الذي يلبي احتياجات طرفي العقد. أما المخاطر المرتبط بالعقود الآجلة فهي نفس المخاطر الناجمة عن تداول هذه العقود في أسواق غير منظمة والتي تتجسد في احتمالية عدم التزام أحد طرفي العقد بتعهداته، وبما أن العقد الآجل مثله مثل أي عقد تفاوضي بين طرفين فهناك عائق واضح يتمثل في أن البائع في العقد الآجل يتوجب عليه أن يجد من هو مستعد للدخول في هذا العقد كمشتري لأصل طالما أن العقود الآجلة لا يتم تداولها في أسواق منظمة،

<sup>1</sup>Rechtschaffen, Alan N., Capital Markets, Derivatives and the Law, Oxford University Press, Inc, 2009, p. 163

حيث يقوم السماسرة في هذه الأخيرة بالجمع بين الباعة والمشتريين. هذا ولا تعتبر العقود الآجلة كأدوات مالية مناسبة وفعالة للتحوط ضد المخاطر، ويكن الهدف الرئيسي من استخدام تلك العقود هو تسهيل عملية بيع السلع وتسليمها بالنسبة للبائع، وضمان الحصول على الاحتياجات المستقبلية من سلع ما بالنسبة للمشتري.

### 5.1. أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية في الأسواق المالية، هي في الأصل عقود آجل ويكنها تمتاز بالتمطية عكس العقود الآجلة، ويتم تداولها دائماً في الأسواق المنظمة، وميزة التنميط للعقود المستقبلية أو (النموذج الموحد) يحتوي العناصر الآتية:

- حجم العقد المبرم بين طرفي العقد؛
- تاريخ تسليم الصفقة لمشتري العقد؛
- مواصفات الأصل المالي؛
- السعر وعدد العقود بعد تفاوض طرفي العقد.

وفي الواقع توجد أربع اختلافات أساسية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

#### الجدول (1-7): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	العقود الآجلة
عكس العقود المستقبلية التي يتم تداولها في السوق المنظمة.	تكون مخاطر عدم القدرة على الوفاء (مخاطر الطرف الآخر) أكبر في العقود الآجلة والسبب يعود في ذلك إلى عدم تداولها في السوق المنظمة.
	مخاطر عدم القدرة على إيفاء

<p>في العقود المستقبلية قد نأخذ بما يسمى بالمركز المضاد وبالتالي يمكن التخلص من هذه العقود بهذه الطريقة.</p>	<p>في العقد الأجل فلا يمكن الانسحاب من التعاقد إلا بإعادة التفاوض مع الطرف الآخر، وبذلك تتعرض العقود الآجلة لمخاطر تسويق العقد.</p>	<p>مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد</p>
<p>العقود المستقبلية يترتب على كل مستثمر يتعامل فيها تحمل عمولات سمسة وضرائب أقل.</p>	<p>العقود الآجلة التي يتحمل فيها المتعامل تكاليف أكبر.</p>	<p>تكلفة المعاملات</p>
<p>العقود المستقبلية تتم تسوية الأرباح والخسائر يومياً عن طريق قيام كل من طرفي العقد بفتح حساب لدى غرف المقاصة، وبالتالي النتائج تحسب كل يوم لكل طرف.</p>	<p>العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في تاريخ تنفيذ العقد المتفق عليه.</p>	<p>التسوية اليومية للعقد</p>

المصدر: من إعداد الباحث

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### 1. المراجع باللغة العربية

- اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية – الإسكندرية، 2002.
- إسماعيل الطراد، عباد جمعة، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل، عمان، الأردن، 1999.
- برايمان كويل ترجمة خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2008.
- بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفاس للطباعة والنشر والتوزيع – عمان، الأردن، 2013.
- بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر.
- حسني خربوش، عبد المعطي أرشيد، محفوظ جودة، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، 1998.
- حسين علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسة التجهيز المكتبية، الأردن، 1996.
- حكمت شريف النشاشيبي، الاستثمار المصرفي العربي في الأسواق المالية الدولية، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، العدد، 128، أكتوبر، 1989.
- حمد مطر، أدوات الاستثمار: الإطار النظري والأدوات العملية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999.
- حمود بن سنجور بن هاشم، صالح كامل وآخرون، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث، اتحاد المصارف العربية، 1995.
- حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفضل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، 2015.
- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد لله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
- خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
- رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- زياد رمضان، مبتدئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1988.
- سدرة أنيسة، الأسواق المالية الدولية، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2021-2022.
- سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، مراجعة ونيس فرج عبد العال، دار المريخ للنشر، الرياض / المملكة العربية السعودية، 2007.

- 📖 سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001.
- 📖 السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2009.
- 📖 شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
- 📖 صالح مفتاح، العولة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2002.
- 📖 صلاح الدين حسن السيسي: بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 📖 طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 📖 عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 📖 عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014.
- 📖 مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز أشبيليا للنشر - الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 📖 مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم، 11/12/2005.
- 📖 محمد إبراهيم أبو شادي، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية - القاهرة -، 2000.
- 📖 محمد بن مكرم بن منظور الأفريقي المصري، لسان العرب، دار صادر، بيروت المجلد الرابع.
- 📖 محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية مصر، 2005.
- 📖 محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2000.
- 📖 محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 📖 محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 📖 محمد علي القرني، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد 6، الجزء الثاني، جدة، 1990.
- 📖 محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدوات المشتقة تطبيقات عملية، مؤسسة الوراق، عمان، الطبعة الأولى، 1998.

- 📖 محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر - الأردن، 2004.
- 📖 محمود صبح، الابتكارات المالية، القاهرة، مصر، ط 1، 1998.
- 📖 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 📖 مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع - القاهرة، 1997.
- 📖 مروان عطون، الأسواق المالية والتقنية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية-الجزائر-1993.
- 📖 المزيبي، عامد الدين محمد، «سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها»، رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، القاهرة، 2002.
- 📖 مفتاح صالح، مطبوعة دروس في مقياس المالية الدولية، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006/2005.
- 📖 منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- 📖 منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية البحرين، 1994.
- 📖 هندي، منير إبراهيم الأوراق المالية وأسواق المال. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 📖 الهندي، منيري إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 📖 هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان، الأردن، 2003.

## 2. المراجع باللغة الأجنبية

- 📖 Finance. 6th.ed, International Thomson Business 1995.
- 📖 Françis, Jack Clark, Management of Investments, Japan, McGraw-Hill, Inc, 2003.
- 📖 Gérard Marie Henry, les marchés financiers, Armand colin, paris,1999.
- 📖 Global Economy, 5th.ed, Irwin 1994
- 📖 Janette R., A. Laurence and J. Maltby, An Introduction to Stock Exchange Investment. 3rd Edition, Palgrave Macmillan, England. 2007
- 📖 Jean François Faye, comment gérer les risques financiers, Lavoisier, paris,1993
- 📖 Madura, J. Financial Institutions and Markets. 8<sup>th</sup> Edition, Thomson Corporation, China, 2008.
- 📖 Reuters Financial Glossary, Published by Pearson Education, Reuters Ltd, Second Edition, 2003, (Derivatives).
- 📖 Rose, Peter. Money and Capital Markets. The Financial System in an Increasingly
- 📖 Samules, J.M, Wilkes, F.m and Bray Shaw, R.E, Management of Company

 Saunders A. and M. M. Cornett, Financial Markets and Institutions, International Edition Mc Graw Hill, New York, USA, 2007.

