

المحور الثالث: سوق الاسهم الدولية

يدرس هذا المحور الخصائص المحددة لأسواق الأسهم الوطنية، حيث أسواق الأوراق المالية الوطنية تميل ليس فقط الى التنظيم القانوني والفيزيائي مختلفة، ولكن أيضا أساليب المعاملات والمحاسبة المختلفة، ونذكر أن أسواق الأسهم توفر معلومات قيمة عن الشركات المتداولة في البورصة، وتتأثر المنظمات المختلفة وبيئات الاقتصاد الكلي على نوعية المعلومات التي ينشرها سوق الأوراق المالية. وكلما كان السوق أفضل في نشر المعلومات، كلما أصبح المستثمرون أكثر انجذابا للسوق. ويبدأ هذا الفصل باستعراض عام للاختلافات الرئيسية بين أسواق الأسهم الدولية.

أولا - نظرة عامة واختلافات عامة:

في هذا القسم نناقش الاختلافات الواسعة بين أسواق الأسهم الدولية، ونحن نركز على ثلاثة مجالات تختلف فيها الأسواق: السيولة، والضرائب، ومعايير سوق الأوراق المالية.

1. السيولة: تشير السيولة إلى القدرة على تحويل أصل غير نقدي إلى مكافئته النقدية دون خسارة في قيمة الأصل، أي أن الأسواق السائلة هي أسواق يسهل فيها الخروج منها، وفي حالة تساوي الأمور الأخرى، فإن مديري الأموال الدوليين يفضلون الاستثمار في الأسواق السائلة، وبالنظر إلى تفضيل المخزونات السائلة، فإن المخزونات غير السائلة ينبغي أن توفر مكاسب أعلى ويسمى هذا التعويض علاوة السيولة.

هناك عدة طرق لقياس سيولة السوق، وهذه القياسات تستند إلى حجم السوق وحجم وأسعار العطاءات المطلوبة هي مؤشرات جيدة للسيولة:

1-1 تدابير الحجم:

أ- رأس المال / الناتج المحلي الإجمالي:

ومن المقاييس الواسعة للسيولة - التي يسهل حسابها - إجمالي القيمة السوقية، ووفقا لهذا القياس (المؤشر)، فإن سوق الاسهم الاكبر في العالم هو سوق الولايات المتحدة، حيث بلغت القيمة السوقية 17.3 تريليون دولار أمريكي في عام 2010، وفي نفس العام كان ثاني أكبر سوق أسهم هو السوق الصيني حيث بلغت القيمة السوقية للسوق 4.0 تريليون دولار أمريكي، في حين كانت ثالث أكبر سوق هي السوق اليابانية التي تبلغ قيمتها السوقية 3.8 تريليون دولار أمريكي.

سوق رأس المال الأمريكي كبير مقارنة بالاقتصاد الأمريكي، وفي عام 2014 مثلت القيمة السوقية لأسهم الولايات المتحدة ما يقرب من 150٪ من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة، وفي نفس العام كان الرقم الرأسمالي للسوق / الناتج المحلي الإجمالي لألمانيا 44٪ فقط، في حين كان الرقم المقابل للمكسيك 38٪. وهناك أسباب مختلفة تفسر هذه النسب المختلفة.

جدول (01): القيمة السوقية في عام 2014 (بالدولار الأمريكي تريليونات)

سوق الاسهم Stock Exchange	راس مال السوق Market Cap	الناتج المحلي الاجمالي الاسمي GDP	راس المال/الناتج المحلي الاجمالي
USA (NYSE Euronext +NASDAQ)	26.240	17.416	151%
China (Shanghai + Shenzen)	6.005	10.355	57%
Japan (Tokyo SE)	4.378	4.770	92%
UK (London SE Group)	6.370	2.847	224%
India (Bombay + National SE)	3.324	2.047	162%
Hong Kong Exchanges	3.233	0.274	1,180%

146%	1.827	2.094	<i>Canada (TMX Group)</i>
38%	2.244	0.844	<i>Brazil (BMM&FBOVESPA)</i>
86%	1.506	1.289	<i>Australia (Australian SE)</i>
37%	3.820	1.739	<i>Germany (Deutsche Börse)</i>

وفي العديد من البلدان الأوروبية تعاني الشركات من نقص في رأس المال وتعتمد اعتمادا كبيرا على التمويل المصرفي، حيث تميل البنوك إلى تزويد الشركات بجميع الخدمات المالية وتساعدنهم في تلبية احتياجاتهم التجارية وكذلك في ديونهم الطويلة الأجل وتمويل أسهم رأس المال، ومن الشائع أن تمتلك البنوك الأوروبية أسهم عملائها. ففي ألمانيا 15% من الشركات الألمانية الكبيرة تسيطر عليها البنوك، في حين أن النسبة تصل إلى 30% في بلجيكا.

أما في الولايات المتحدة، تم حظر البنوك التجارية حسب قانون Glass-Steagall من المشاركة في حقوق موكليهم. وهكذا، تستخدم الشركات الأمريكية، وخاصة الشركات الصغيرة، في طرح رأس المال للجمهور لزيادة رأس المال في السوق.

في بلدان أخرى، العديد من الشركات الكبيرة مملوكة للدولة وبعضها غير مدرجة في أسواق رأس المال، وفي دراسة عن مراقبة الشركات في الشركات الكبيرة في 27 بلدا، معظمها من البلدان الصناعية، مثل: لا بورتا **La Porta**، لوبيز دي سيلانس **Lopez de Silanes**، وشليفير **Shleifer** (1999) قدرت أن 18% من الشركات مملوكة للدولة، كما أنه في إيطاليا على سبيل المثال: تملك الحكومة جزءا كبيرا من صناعات تصنيع الأسلحة والنفط والكيماويات والإلكترونية والسيارات والبنوك والتأمين والنقل.

وملكية الأسرة عامل آخر يؤثر على القيمة السوقية، حيث تتردد العديد من الشركات المملوكة للأسر في إدراج أسهمها في البورصة خوفا من فقدان الأسرة السيطرة على الشركة، وان كانت ملكية الأسر للشركات الكبيرة غير عادية في الولايات المتحدة، غير أنها في بلدان أخرى شائعة للغاية، على سبيل المثال: في هونغ كونغ تبلغ نسبة الشركات الكبيرة التي تسيطر عليها الأسر 70% من إجمالي الشركات الكبرى.

وكملاحظة أخيرة بشأن هذا المقياس (المؤشر)، يستخدم بعض المحللين، مؤشر رأس المال / الناتج المحلي الإجمالي كمقياس تقييم لتحديد ما إذا كانت الأسواق في حالة (نقص / إفراط) في قيمتها، ووفقا لهذا المنظور: كلما ارتفعت النسبة كلما كانت قيمة السوق مبالغ فيه.

ب- حجم المعاملات:

وهناك مقياس آخر لنشاط السيولة والتداول هو حجم المعاملات، وليس من المستغرب أن تحظى نيويورك وطوكيو بأكبر حصة دوران (**share turnover**). وتبعاً لنشاط السوق، يمكن أن تختلف هذه الأرقام بشكل كبير من سنة لأخرى، ولكن بشكل عام تتمتع معظم الأسواق الرئيسية بدرجة مماثلة من السيولة من حيث حجم المعاملات. وفي الواقع فإن نسبة المبيعات السنوية (**TR turnover ratio**)، أي نسبة المعاملات السنوية بالدولار الأمريكي إلى القيمة السوقية للدولار الأمريكي في نهاية العام، تختلف اختلافا كبيرا بمرور الوقت، ولذلك فإن مقارنة سيولة السوق الوطنية على أساس **TR** يمكن أن تؤدي إلى استنتاجات مختلفة إذا أخذت سنوات مختلفة في الاعتبار.

مثال:

وتراوحت قيمة المبيعات السنوية بين عامي 1995 و 2002 من 65% إلى 94% في الولايات المتحدة، في حين تراوحت نفس الإحصائية بين 45% و 90% في تايلاند. بالمقابل، لنفس الفترة، **TR** تغيرت من 101% إلى 235% لكوريا. والمشكلة الرئيسية مع مؤشر حجم المعاملات هو أنه يتم الإبلاغ عنه كمتوسط عددي، عادة شهريا أو سنويا.

فقد يكون لبعض الأسهم متوسط جيد، حيث يكون متوسط معدل دوران اليومي جيد، ولكنه غير ممثل، حيث يتضمن العديد من الأيام تكون مقرونة بعدم وجود تداول على السهم، أي أن السهم يبدو في المتوسط سائل، ولكن في كثير من الأيام سيكون من الصعب جدا المتاجرة به. وباستخدام هذا البديهي، من الشائع استخدام عدد الأيام غير التجارية كمقياس للسيولة. على سبيل المثال: متوسط نسبة الأيام غير التجارية (08-90) في الأسهم المدرجة في الولايات المتحدة هو 10%، بينما في تايلاند متوسط نسبة 37%.

إذا كان حجم التعاملات يومي غير متوفر، يمكن استخدام عدد أيام العائد الصفري كبديل. بعد كل شيء، إذا كان سعر السهم دون تغيير، ينبغي أن يكون ذلك نتيجة لسببين:

(1) لا توجد معلومات، أو

(2) لا يوجد تداول. نسبة أيام العائد الصفري هو مقياس سهل لحساب. أسعار الأسهم هي المدخلات الوحيدة المطلوبة. وقد ذكر (Lang, Lins and Maffett 2009) في دراسة لأسواق EAFE المتطورة (تم تصميم مؤشر EAFE لتمثيل أداء الأوراق المالية الكبيرة والمتوسطة في 21 سوقا متقدمة، بما في ذلك بلدان في أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى، باستثناء الولايات المتحدة وكندا. ويتوفر هذا المؤشر لعدد من المناطق، وقطاعات / أحجام السوق، ويغطي حوالي 85% من القيمة السوقية المعدلة بالعوائم الحرة في كل من البلدان الـ 21) أن متوسط الأسهم المدرجة التي لديها عائد صفر على 24.5% من أيام التداول في السنة، ويبلغ انتشار عرض الأسعار 1.9%.

ج- درجة التركيز وجدت في الأسواق الرئيسية:

ثمة إحصائية إعلامية أخرى تتعلق بالسيولة هي درجة التركيز الموجودة في الأسواق الرئيسية، فمن المهم للمستثمر أن يعرف ما إذا كان السوق الوطني يتألف من العديد من الشركات الصغيرة أو يتركز في عدد قليل من الشركات الكبيرة، ويتردد المستثمرون المؤسسيون (مستثمرون في شكل مؤسسات) في الاستثمار في الشركات الصغيرة خوفا من أن تعرض سيولة ضعيفة، وبالإضافة إلى ذلك يمكن أن تكون هذه الإحصائية مؤشرا على فرص التنوع للمستثمرين السليبيين، وكلما كان سوق الأسهم الوطنية أكثر تركيزا في عدد قليل من الأسهم، تنخفض فوائد التنوع بالنسبة للمستثمر السلبي*.

جدول(02): حصة السوق من أكبر 10 شركات في كل سوق أسهم وطنية (1994 و 2014) (%)

البلد	1994	2014
الولايات المتحدة	11.9	13.3
اليابان	20.2	16.3
المملكة المتحدة	23.2	12.2
كندا	25.2	11.5 (2010)
ماليزيا	35.6	31.1 (2013)
استراليا	40.6	54.1
كندا	51.7	80.2 (2011)
اسبانيا	56.2	46.8
سويسرا	67.0	69.2
هولندا	74.3	81.3

Source: Emerging Markets Factbook, IFC, World Federation of Exchanges.

وتجدر الإشارة إلى أنه في عام 2015 كانت أكبر شركة في الولايات المتحدة هي شركة أبل بنسبة 2.7% من إجمالي القيمة السوقية (في عام 1994، كانت أكبر شركة جنرال موتورز، بنسبة 1.8%)، أما في هولندا كانت أكبر شركة رويال داتش / شل (Royal Dutch/Shell) مع حصة 30% من القيمة السوقية.

1-2 انتشار عرض الاسعار (The bid-ask spread):

يقوم صانع السوق بشراء وبيع أسهم الشركة، عندما يشتري صانع السوق أسهم (في عرض الأسعار)، يتوقع بيع هذه الأسهم في المستقبل (بناء على طلب العرض). وكلما استغرق الأمر وقتا أطول للحصول على أمر شراء، تصبح تكلفة الصفقة أكبر لصانع السوق. سوف يتطلب ذلك من صانع السوق تعويضا أعلى للأسهم التي تستغرق وقتا أطول للبيع. ويعني التعويض الأعلى لصانع السوق انتشارا أكبر من العطاءات. سوف يكون لدى صانع السوق انتشار صغير لطلب الشراء للأسهم في الشركة التي يتوقع أن تتلقى طلبات شراء وبيع متكررة، وكلما كان طرح العطاءات والأسهم الأصغر حجما لأسهم الشركة، كلما كانت تلك الأسهم أكثر سيولة. وبالمثل، كلما ارتفع متوسط انتشار العطاءات في سوق الأوراق المالية، كلما قل مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية.

على سبيل المثال: في بورصة نيويورك، يبلغ متوسط سعر العطاءات، كنسبة مئوية من السعر، حوالي 0.6%، في حين أن متوسط سعر الشراء في تايلاند هو 5.14%. ووفقا لعينة EAFE، التي درست من قبل lang et al (2009)، فإن متوسط عرض العطاءات هو 1.9%.

2- الضرائب: الضرائب هي نقل واضح للثروة، على الرغم من أن قوانين الضرائب تميل إلى أن تكون معقدة، فإن مبادئ الضرائب من السهل أن تفهم. في هذا القسم نركز على الضرائب على الاستثمارات، يتم تطبيق الضرائب على الاستثمارات في ثلاثة مجالات: المعاملات، والدخل (توزيعات الأرباح، مدفوعات القسائم، إلخ) وأرباح رأس المال.

* الاستثمار السلبي هو استراتيجية الاستثمار التي تهدف إلى تحقيق أقصى قدر من العائدات على المدى الطويل من خلال الحفاظ على كمية الشراء والبيع إلى أدنى حد ممكن. والفكرة هي تجنب الرسوم والسحب على الأداء التي يحتمل أن تحدث من التداول المتكرر. الاستثمار السلبي لا يهدف إلى تحقيق مكاسب سريعة، ولكن بدلا ذلك من بناء ثروة بطيئة وثابتة مع مرور الوقت.

بشكل عام، الضرائب على المعاملات صغيرة وتتراوح بين 0.01% - 0.50% من القيمة الاسمية المتداولة. ومع ذلك، تفرض العديد من البلدان ضريبة محلية على المعاملات، مثل كندا والسويد، وفي بلدان مثل فرنسا وفنلندا تفرض ضرائب على المعاملات على السكان المحليين فقط، والأجانب معفاة، كما تفرض بعض البلدان ضريبة القيمة المضافة على العمولة المدفوعة إلى وسيط، على سبيل المثال: يفرض المغرب ضريبة القيمة المضافة بنسبة 7% على العمولات.

يتم جمع الضرائب على الدخل على أساس مبدئين:

(1) **مبدأ الإقامة:** جميع سكان البلاد يمكن أن يخضعوا للضريبة على دخلهم في جميع أنحاء العالم. هذا هو المبدأ المطبق في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة.

(2) **المصدر أو المبدأ الإقليمي:** كل الدخل المكتسب داخل البلد، سواء من قبل المقيمين أو غير المقيمين يخضع للضريبة في هذا البلد، وهذا هو المبدأ المطبق في أغلبية البلدان، بما في ذلك كندا وهونغ كونغ وسنغافورة.

والمبدآن يتفان تماما عندما يحصل دخل مقيم كامل في بلد الإقامة. بيد أن للمبدئين، في السياق الدولي آثار مختلفة.

ووفقا لمبادئ الضرائب المذكورة أعلاه، فإن الدخل من الاستثمارات الأجنبية قد يخضع للضريبة في موقعين: بلد المستثمر وبلد الاستثمار، وتوجد معاهدات ضريبية ثنائية بين بلدان كثيرة لتجنب الازدواج الضريبي، على سبيل المثال، تمنع المعاهدة الضريبية بين الولايات المتحدة وكندا الازدواج الضريبي بالنسبة لمن يعبرون الحدود للعمل، كما هو الحال في لاعبي الدوري الاميركي للمحترفين للسلة NBA، للهوكي NHL والبيسبول MLB، وفي بعض البلدان، تعرف المعاهدات الضريبية أيضا باسم اتفاقات الازدواج الضريبي، أو معاهدات الضرائب المزدوجة، أو اتفاقات تبادل المعلومات الضريبية *TIEA tax information exchange agreements*.

الأشكال التنظيمية للبورصة:

والتنظيم النموذجي لسوق الأوراق المالية هو **نموذج البورصة الخاصة**، حيث يتم تأسيس البورصات الخاصة من قبل أعضاء مستقلين لغرض تداول الأوراق المالية والمثال النموذجي لبورصة الأوراق المالية الخاصة هو **بورصة نيويورك**، وقد يكون هناك العديد من البورصات الخاصة في بلد ما و تتنافس مع بعضها البعض. ويلاحظ هيكل البورصة الخاص المتعدد في الولايات المتحدة واليابان وكندا، وفي بلدان أخرى، مثل المملكة المتحدة والمكسيك وتايوان، ظهرت سوق واحدة للتبادلات الرائدة من خلال إما الاستنزاف أو امتصاص منافسيها الرئيسيين، ورغم إن التبادلات خاصة، لكنها تخضع للتنظيم العام ومزيج التنظيم الذاتي والإشراف الحكومي موجه أكثر نحو التنظيم الذاتي، وغالبا ما تتطلب التبادلات الخاصة للأعضاء القيام بجميع معاملاتهم في مقر البورصة وتحدد اللجان إما بالتفاوض أو تفرضها السلطة العامة وفي كثير من البلدان، تكون اللجان قابلة للتفاوض تماما.

وهناك نموذج تنظيمي آخر لبورصات الأوراق المالية هو **البورصة العامة** وتم إنشاء هذا الهيكل في فرنسا، وذلك باستخدام مدونة نابليون القانونية، هذا الهيكل يعطي الوسطاء، الذين تعيينهم الحكومة، احتكار على جميع المعاملات وشركات الوساطة هي وسيط خاص والوسطاء الجديون يتم ترشيحهم للدولة من قبل جمعية الوسطاء، وقد تم تنظيم العديد من البورصات الأوروبية في إطار هذا النموذج. واستخدمت بورصات أثينا ومدريد وبورصات أخرى هذا النموذج.

وقد نظمت بعض البلدان **البورصات الخاصة** بها حول المصارف وبموجب البورصة المصرفية، تعتبر البنوك من كبار تجار الأوراق المالية، **بورصة سويس السويسرية** The SWX Swiss Exchange هو مثال نموذجي لتبادل البنوك فستة وستون عضوا في The SWX Swiss Exchange هم جميعهم من البنوك، وربعهم بنوك أجنبية، كما ان بعض الأعضاء هم "أعضاء عن بعد" هؤلاء الأعضاء عن بعد هم بنوك أجنبية ليس لها وجود فعلي في البورصة، وقد تكون البنوك الوسيطة إما مؤسسات خاصة أو شبه عمومية، ويوجد هذا النموذج في مجال النفوذ الألماني: النمسا وسويسرا والدول الاسكندنافية.

وخلال العشرين عاما الماضية، اثر إلغاء القيود التنظيمية واحتدم المنافسة التي اثرت بشكل كبير على جميع البورصات العامة، وفي الوقت الحالي أعيد تنظيم معظم البورصات وفق نموذج البورصة الخاصة على سبيل المثال: the Borsa Italiana S.p.A المجموعة القائدة والمسؤولة عن تنظيم وإدارة البورصة الإيطالية، حيث تتولى الشركة، التي تأسست في عام 1997 بعد خصخصة البورصة، مسؤولية تحديد وتنظيم أداء الأسواق؛ تحديد قواعد وإجراءات القبول والإدراج في السوق للشركات المصدرة والسماحة؛ إدارة السوق والإشراف عليه؛ والإشراف على الإفصاح الشركات المدرجة، الهدف الرئيسي the Borsa Italiana S.p.A هو تشجيع تطوير الأسواق المدارة، وتحقيق أقصى قدر من السيولة والشفافية والقدرة التنافسية، وفي الوقت نفسه السعي لتحقيق مستويات عالية من الكفاءة والربحية.

وثمة تطور أحدث وهو تحويل العديد من البورصات - مثل بورصة باريس ودويتشه بورس وأثينا للأوراق المالية وبورصة أستراليا - إلى **منظمات أعمال**. وهي تتبنى الملكية من نوع الشركات والحوكمة، والأسواق المجزأة والهيكل التنظيمي القائم على الأداء والثقافة التنظيمية. على سبيل المثال، في 15 مارس 2000 صوت مساهمو بورصة لندن (LSE) لإضفاء

الطابع القانوني وبالتالي، تمكين البورصة لتصبح شركة عامة، وبعد شهر بدأت أسهم بورصة لندن ليتم تداولها في البورصة، وفي مارس 2006، ذهبت بورصة نيويورك أيضاً لنفس الاتجاه والتداول تحت رمز القراد NYX. في 6 ديسمبر 2002 بورصة شيكاغو (CME) -التي تعتبر اكبر سوق عقود آجلة في الولايات المتحدة الأمريكية- أصبحت أول سوق مالي أمريكي يطرح للجمهور، وبالمثل في عام 2005 مجلس تجارة شيكاغو كذلك اتخذ نفس القرار.

المحور الرابع: سوق الفوركس

سوق العملات الأجنبية هو أضخم سوق في العالم، حيث تتقزم أمامه جميع الأسواق المالية الأخرى. عندما نعلم أن حجم التداول في بورصة نيويورك للأسهم وهي أضخم بورصة أسهم في العالم يصل إلى 25 مليار دولار يومياً بينما في بورصة العملات يتم تداول 5000 مليار دولار يومياً.

خلفية تاريخية لسوق العملات الأجنبية:

تعتبر سوق العملات الأجنبية الأحداث بين الأسواق المالية، فبعد الحرب العالمية الثانية وفي عام 1947 تم التوقيع بين الدول المنتصرة على اتفاقية " بريتون وودز " لترتيب أوضاع الاقتصاد العالمي ومن بين بنود هذه الاتفاقية كانت عملية تقييم العملات مقابل الدولار الأمريكي بدلاً عن الذهب، وكان من أهم نتائج هذا القرار هو ثبات أسعار العملات وبأقل حد من التذبذب مقابل الدولار ومقابل بعضها البعض.

فلم يكن هناك مجال للمتاجرة بالعملات والتي تقوم أساساً على استغلال تذبذب أسعار العملات مقابل الدولار. ولكن في عام 1970 ونتيجة لظروف اقتصادية صعبة مرت بها الولايات المتحدة قرر الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون قراره الشهير بفك الارتباط بين الدولار الأمريكي وعملات أوروبا واليابان مما أدى إلى تأثر عملات أوروبا واليابان بهذا القرار تأثيراً شديداً ، فأصبحت سريعة التآرجح صعوداً وهبوطاً تحت تأثير سياسة واقتصاد كل دولة من هذه الدول وتحت تأثير قوة أو ضعف الدولار الأمريكي والاقتصاد الأمريكي، ومن هذا التاريخ نشأ هذا السوق في وقت واحد في الولايات المتحدة وأوروبا واليابان وغيرها من الدول.

ولكن نتيجة لحدائثة هذا السوق من جهة ولضعف وسائل الاتصال من جهة أخرى كان من المستحيل على غير البنوك والمؤسسات المالية الكبرى المتاجرة بهذا السوق هائل الضخامة . ولكن مع التطور المستمر والمتسارع لوسائل الاتصال والانتشار السريع لاستخدام الكمبيوتر ، ومع ثورة الإنترنت الهائلة أصبح بإمكان الأفراد ومنذ لا يزيد عن فترة بسيطة المتاجرة بالعملات والاستفادة من الفرص التي لا تنتهي لتحقيق أرباح خيالية وبسرعة كبيرة .

أسباب التعامل بالعملات الأجنبية:

لماذا يشتري الناس عملات دول أخرى ؟

يلجأ الأفراد، المؤسسات والدول إلى سوق العملات الأجنبية لغرض مواجهة التزاماتها وتحصيل حقوقها عند التعامل مع أطراف أجنبية، والأسباب الرئيسية لنشوء هو هذا النوع من التعامل هو: التجارة والاستثمار والسفر، ولأن هناك الملايين من عمليات التجارة والاستثمار وحالات السفر تحدث كل يوم وفي كل مكان في كافة أرجاء العالم، فهناك إذاً حاجة مستمرة لشراء وبيع العملات في كل يوم وفي كافة أرجاء العالم ، من هنا فإنه يتم تداول العملات الأجنبية يومياً بما لا يقل عن 2 تريليون دولار، هذا الرقم الهائل يمثل قيمة العملات التي يتم بيعها وشراءها كل يوم في مختلف أنحاء العالم. أي أن الناس يشترون ويبيعون العملات باعتبارها أداة للتبادل .

خصائص سوق العملات الأجنبية/ الفوركس:

هناك الكثير من الخصائص التي تجعل من المتاجرة في سوق العملات أفضل من المتاجرة بالأنواع الأخرى من الأسواق ومن أهمها:

- العمل على مدار اليوم (24/24 ساعة)

في بورصة العملات ولأنه لا يوجد مكان مركزي محدد , ولأن العمليات تتم بواسطة شبكات الكمبيوتر فإن العمل ببورصة العملات لا يتوقف طوال الـ 24 ساعة, سوى في آخر يومين في الأسبوع (السبت والأحد) فالبنوك والمؤسسات المالية تفتح أبوابها في اليابان الساعة 12 ليلاً بتوقيت جرينتش (الساعة 8 صباحاً بتوقيت اليابان) فتبدأ عمليات البيع والشراء ولا تغلق مؤسسات اليابان إلا الساعة 9 صباحاً بتوقيت جرينتش (5 مساءً بتوقيت اليابان) ولكن العمل لن يتوقف لأنه ما أن تغلق المؤسسات اليابانية والأسبوية وأهمها في طوكيو و هونج كونج وسنغافورة حتى تكون المؤسسات الأوروبية وأهمها في لندن وفرانكفورت وباريس قد فتحت أبوابها , وما أن تقارب المؤسسات الأوروبية على الإغلاق حتى تكون المؤسسات الأمريكية قد بدأت العمل وأهمها في نيويورك وشيكاغو , وما أن تغلق المؤسسات الأمريكية أبوابها حتى تبدأ المؤسسات في استراليا ونيوزيلندا في التداول , وقبل أن تغلق الأخيرة أبوابها تكون المؤسسات اليابانية قد بدأت يوماً جديداً في العمل . وهكذا وعلى حسب توقيت كل دولة سيكون بالنسبة للمتاجرين التعامل مستمر طوال 24 ساعة . فيما عدا يومي السبت والأحد ..لأنهما عطلة في كل الدول .

وعليه فالعمل في سوق العملات يستمر طوال 24 ساعة طوال الأسبوع , وهذا يعطي المتعاملين الفرصة لاختيار الوقت الذي يناسبهم .

• السيوولة العالفة High liquidity

في سوق العملات , فإضخامة هذا السوق - أكبر سوق في العالم- فالمتعامل دائماً قادر على بيع ما يملك من عملات في الوقت الذي يراه مناسباً وسجد دائماً من يشتري منه قبل فوات الأوان, وهذه ميزة تقلل المخاطرة التي قد يواجهها في ما لو تعامل في الأسواق المالية الأخرى.

• عدالة السوق وشفاففة Fair and Transparency

يعتبر سوق العملات أعدل سوق في العالم , لأنه سوق ضخم جداً فإنه لا يمكن لفئة محدودة أو جهة ما أن تؤثر فيه بسهولة. فمثلاً إذا تمت مقارنته بسوق الأسهم , فإذا كان المستثمر (المتاجر) يمتلك أسهم في شركة ما فبمجرد تصريح بسيط من أحد مسؤولي هذه الشركة كقيل بأن يؤثر على سعر السهم الذي يمتلكه هبوطاً أم صعوداً. أما في سوق العملات ولأنه سوق هائل الضخامة فلا يمكن لفرد أو جهة أن تؤثر عليه , ولا تتأثر أسعار العملات إلا بالتحركات الاقتصادية الضخمة والمقدرة بالمليارات , كما لا تتأثر إلا بالبيانات الرسمية الحكومية ليست من أي دولة بل من الدول الأكبر اقتصادياً مثل الولايات المتحدة أو اليابان أو الاتحاد الأوروبي . أو بتصريحات وزراء المالية والبنوك المركزية لهذه الدول, وهذا يجنب المتعامل " حركات " التلاعب التي كثيراً ما عانى منها ملاك الأسهم الصغار والتي قام بها مسؤولي الشركات وكبار مالكي الأسهم والذي قد تكون لهم مصلحة شخصية في رفع أو خفض أسعار الأسهم . ضخامة سوق العملات وكونها لا تتأثر إلا بالبيانات الرسمية لأكثر الدول اقتصادياً في العالم وبمسؤولي هذه الدول الرسميين يجعل من سوق العملات الأكثر شفافية , فلا أسرار هناك ولا تلاعب . وهذا يجنب المتاجر بسوق العملات الكثير من المطبات " الخفية " التي قد يواجهها المتاجرون في الأسواق الأخرى .

• الاستفادفة من السوق الصاعد والسوق الهابط

كما ذكرنا يمكن مبدئياً المتاجرة والحصول على الربح في سلعة سواء كان السوق صاعداً أم هابطاً. وعلى الرغم من ذلك فإن أغلب المتعاملين بأسواق الأسهم مثلاً لا يتاجرون إلا في السوق الصاعد. حيث أن أغلبية المتعاملين بالأسهم يبحثون عن الأسهم التي يتوقعون أن ترتفع أسعارها في المستقبل القريب ليقوموا بشراء هذه الأسهم على أمل بيعها بسعر أعلى , ولكنهم عندما يعلمون أن أسهم شركة ما ستخفض لا يقومون بالاستفادة من ذلك فلا يقومون ببيع هذه الأسهم ليعيدوا شراءها مرة أخرى بسعر أقل من سعر البيع ويحتفظوا بفارق السعرين كرباح . لماذا ؟ لأن المتاجرة في السوق الهابط بالأسهم يتميز بالتعقيد وبكثرة القيود مما يجعله مجالاً خطراً , وذلك لأن الدول والبورصات تفرض أنظمة خاصة للمتاجرة بالسوق الهابط في الأسهم خوفاً من أن يعتمد مسؤولي الشركات أو من لهم مصلحة خفض أسعار الأسهم لمصلحتهم الخاصة , لذا هناك الكثير من القيود التي تجعل من المتاجرة بالأسهم في السوق الهابط مسألة معقدة لا يتعامل بها إلا المحترفين وأصحاب الدراية الواسعة, وكذلك في أسواق السلع فعلى الرغم من أنه يمكنك المتاجرة والحصول على الربح عندما تتوقع أن سعر سلعة ما سينخفض إلا أنه من الناحية العملية فإن أغلب المتعاملين بأسواق السلع أيضاً يميلون للعمل بالسوق الصاعد , أي يبحثون فقط عن السلع التي يعتقدون أن أسعارها سترتفع , أما في الأسواق الهابطة للسلع فقلة هم من يتعامل بها, وذلك لأن السلع على الأغلب يتم المتاجرة بها بطريقة خاصة تسمى المشتقات derivatives وهي طريقة يصعب شرحها هنا تجعل من المتاجرة بالسوق الهابط تنسم بالخطورة العالفة ولذلك لا يتعامل بها إلا ذوي الخبرة والإمكانات والدراية العالفة , أما الأغلبية العظمى من المتاجرين من الأشخاص العاديين فإنهم ولمبدأ السلامة يتعاملون فقط في السوق الصاعد .

أما العملات فأمرها مختلف حيث أن السوق الصاعد والسوق الهابط فية سيان !!... ويمكن للجميع ان يتاجر في عملة سواء كان التوقع أن سعرها سيرتفع أم ينخفض دون أن تزيد المخاطرة أو تقل العائدات بل الأمر سيان في كلتا الحالتين.

وتفسير ذلك أن العملات تباع وتشتري كأزواج pairs وليست بشكل فردي . فعندما تدفع الدولار وتشتري الين الياباني فمعنى ذلك أنك بعت الدولار واشتريت الين , وعندما تدفع الين وتشتري الدولار فأنت عملياً قمت ببيع الين وشراء الدولار . ما يهمنا أن تفهمه الآن أنه في سوق العملات وخلافاً للأسواق الأخرى يمكن المتاجرة بالسوق الهابط تماماً كالمتاجرة

بالسوق الصاعد , وهو ما يعطي المتاجر مرونة عالية وفرص أكبر بكثير للمتاجرة والحصول على أرباح . وهي ميزة أخرى لسوق العملات على بقية الأسواق الأخرى .

• وضوح سوق العملات وبساطته النسبية

وهو نتيجة لضخامة هذا السوق مما يجعله لا يتأثر إلا بمعطيات الاقتصاد الكلي . ففي أسواق العملات وعلى الرغم من أن هناك عشرات العملات التي يمكن المتاجرة بها إلا أن 80% من التعامل بسوق العملات يتم على أربع عملات فقط وهي اليورو والين الياباني والجنية الإسترليني والفرنك السويسري وكل هذه العملات مقابل الدولار الأمريكي , وإذا أراد المتعامل التوسع فهناك 8 عملات فقط هي التي تحظى باهتمام المتاجرين والتي تكون 90% من العمليات محصورة بها . أي أن الخيارات أمامه محدودة مما يجعل المسألة أسهل وأكثر تركيزاً وهذا بلا شك يساعد على النجاح دون أن يقلل من العائدات بالمقارنة بالأسهم . هذا من جهة أما من جهة أخرى فكما ذكرنا الحديث عن عدالة السوق فأسواق الأسهم تتأثر بعشرات العوامل بعضها واضح وبعضها خفي . فقبل شراء سهم شركة لا بد أن يكون قد تم دراسة أداء هذه الشركة لفترة طويلة سابقة وان يكون المتعامل على دراية عن أداء الشركات المنافسة وعلى معرفة بحال اقتصاد الدولة التي تنتمي لها هذه الشركة ومكانتها في الاقتصاد العالمي .. الخ .. ومثل هذه الدراسات تتطلب من المتعامل أن يمتلك خلفية اقتصادية ومحاسبية واسعة حتى يتمكن من التقييم والحكم على الأمور بشكل صحيح , وعلى الرغم من وجود بيوت للخبرة والاستشارات إلا أن هذه الخدمات لا تقدم بالمجان بل بمقابل مادي كثيراً ما يكون مرتفع . أما إن أراد أن يقوم بذلك بنفسه فلا بد أن يهيئ نفسه لسنوات من البحث والدراسة والتدريب حتى يتمكن من التقييم السليم لأداء الشركات، أما في العملات فلضخامة هذا السوق ولأنه لا يتأثر أساساً إلا بمعطيات الاقتصاد الكلي فإن المسألة تكون أسهل بكثير وبما لا يقياس، وعلى الرغم من أن المتاجرة بالعملات تتطلب أيضاً الكثير من البحث والممارسة إلا أنها لا تتطلب أن يكون لدى المتاجر تلك الخلفية الاقتصادية والمحاسبية التي تحتاجها أسواق الأسهم ليكون المتاجر ناجحاً . لذا يجد الكثير من المتاجرين الناجحين في سوق العملات ينتمون لخلفيات ليست مرتبطة بالضرورة بالمجال الاقتصادي فهناك متاجرون هم في الأساس مهندسون أو أطباء أو موظفين أو طلاب .

و ذلك لا يعنى أن المتاجرة بالعملات مسألة في غاية السهولة , ولكن يقصد أن الجميع حتى من ليست لديهم خلفية اقتصادية كبيرة يمكنهم بالممارسة والخبرة والاطلاع المعقول أن يكونوا متاجرين ناجحين خلافاً للأسواق الأخرى .

• المضاعفة العالية High Leverage

أن المضاعفة هي نسبة المبلغ الذي يطلب من المتعامل دفعه كعربون مقابل كل وحدة من السلعة إلى قيمة السلعة كاملة . وكما نعلم أن أساس العمل بنظام الهامش يقوم على المضاعفة والتي تمكن من المتاجرة بسلعة تفوق قيمتها ما يدفعه العميل عشرات المرات مع الاحتفاظ بالربح كاملاً وكأنه يمتلك السلعة فعلياً . فكلما كانت نسبة المضاعفة التي تمنحها الشركة الوسيطة أكبر كان بإمكان العميل المتاجرة بقيمة مادية أكبر من السلع دون الحاجة لأن يدفع مبلغاً كبيراً كعربون مسترد , وهذا يمنحه إمكانية الحصول على أرباح تزيد على حسب زيادة نسبة المضاعفة .

فمثلاً : عند شركة تسمح بمضاعفة بنسبة 1:10 سيكون مطلوباً منك أن تدفع \$1000 للمتاجرة بسلعة قيمتها 10.000 \$. أما عند شركة تسمح بمضاعفة بنسبة 1:20 سيكون مطلوباً منك أن تدفع \$1000 للمتاجرة بسلعة قيمتها 20.000 \$.

كما ذكرنا يمكن أن يحسب المبلغ المطلوب دفعة كهامش مستخدم من المعادلة التالية:

$$\text{الهامش المستخدم على كل لوت} = \text{حجم العقد} / \text{نسبة المضاعفة}$$

وتختلف نسبة المضاعفة التي تمنحها شركات الوساطة على حسب نوع السوق وعلى حسب الشركة التي ستتعامل معها . يعتبر سوق العملات هو السوق الذي تتوفر فيه أكبر نسبة مضاعفة بين الأسواق الأخرى تصل حتى 200 ضعف أي أنه مقابل دفع مبلغ \$1000 كهامش مستخدم سيتمكن المتاجر من شراء وبيع عملات بقيمة \$200.000 وهو المعدل السائد في سوق العملات حالياً وهو أكبر كثيراً من نسبة المضاعفة التي يمكن أن يحصل عليها المتاجرون في الأسواق الأخرى .

لهذه الأسباب السابقة فإن المتاجرة بسوق العملات الدولي بالنظام الهامشي يوفر الفرصة الأفضل والمخاطرة الأقل للمتاجر العادي البعيد عن التخصص الاقتصادي والمحاسبي , فهو المجال الأكثر انفتاحاً على أغلبية الناس .

الربح والخسارة في المتاجرة بالعملات

Profit & Loss

تهدف المتاجرة بالعملات الأجنبية إلى تحقيق الربح ، وطريق الربح معلوم:

هو أن تشتري بسعر وتبيع بسعر أعلى في السوق الصاعد .

أو أن تبيع بسعر وتشتري بسعر أقل في السوق الهابط .

وفي كلتا الحالتين لابد أن يكون سعر البيع أعلى من سعر الشراء.

ولكن قد تجري الأحداث عكس توقعات المتاجر!!!
فقد يتوقع أن سعر عملة سيرتفع فيقوم بشرائها ولكن قد يجد أن سعر العملة انخفض على عكس توقعه وهذا سيدعوه لأن يبيع بسعر أقل من سعر الشراء وبالتالي سيعاني من الخسارة وهذا يحدث في أي مجال من مجالات التجارة على أي حال...
من المهم للمتاجر طبعاً أن يعرف كيف تحسب نتيجة صفقة قام بها على أحد العملات .. وهل حققت ربحاً أم خسارة. ولكي يعلم الربح أو الخسارة على أي عملة فعليه استخدام المعادلة التالية:

الربح أو الخسارة = عدد العقود (لوت) * فارق النقاط * قيمة النقطة.

فإذا كان الناتج موجباً كان ربحاً وان كان الناتج سالباً كانت خسارة.

مثال:

افترض أنك اشتريت 1 لوت من الجنية بسعر GBP/USD = 1.4926
ثم بيعته بسعر GBP/USD = 1.5085 ، علماً ان قيمة النقطة 10 دولار
- فكم الربح أو الخسارة التي حققتها ؟

الجواب:

نحسب أولاً فارق النقاط من المعادلة الخاصة بالجنية واليورو.

فارق النقاط = (سعر البيع - سعر الشراء) * 10000

فارق النقاط = (1.4926 - 1.5085) * 10000 = 159 نقطة

أي أننا بعنا بفارق 159 نقطة ربحاً

الآن نحسب الربح الفعلي:

الربح أو الخسارة = عدد العقود (لوت) * فارق النقاط * قيمة النقطة.

الربح = 1 * 159 * 10 = 1590 دولار، على أساس أن قيمة النقطة الواحدة للجنيه \$10 ، لقد حققنا ربحاً يساوي: 1590 دولار.

مثال 2

لنفترض أنك اشتريت 2 لوت يورو بسعر EUR/USD = .9762

وبيعته بسعر EUR/USD = .9793

- فاحسب كم ربحك أو خسارتك ؟

الجواب:

نحسب أولاً فارق النقاط من المعادلة الخاصة بالجنية واليورو.

فارق النقاط = (سعر البيع - سعر الشراء) * 10000

= (0.9762 - 0.9793) * 10000 = 31 نقطة، أي أنك بيعت بفارق 31 نقطة ربحاً

نحسب الآن كم ربحت فعلياً

الربح أو الخسارة = عدد العقود (لوت) * فارق النقاط * قيمة النقطة.

= 2 * 31 * 10 = 620 دولار على أساس قيمة النقطة الواحدة لليورو = \$10

لقد ربحت في هذه الصفقة 620 دولار.

مثال 3

لنفترض أنك اشتريت 3 لوت من الين بسعر USD/JPY = 123.08

وبيعته بسعر USD /JPY = 123.62

- فاحسب ربحك أو خسارتك؟

الجواب:

نحسب أولاً فارق النقاط من المعادلة الخاصة بالين.

فارق النقاط = ((سعر البيع - سعر الشراء) * 10000) * -1

= ((123.08 - 123.62) * 100) * -1 = -54 نقطة خسارة

وذلك لأننا اشترينا الين بسعر وبعناه بسعر أقل فالين عملة غير مباشرة.

الآن نحسب الخسارة الفعلية

الربح أو الخسارة = عدد العقود (لوت) * فارق النقاط * قيمة النقطة.

= 3 * (-54) * 8 = -1296 دولار، على أساس أن سعر النقطة الواحدة للين = \$8

لقد خسرتنا في هذه الصفقة 1296 دولار.

مثال 4

لنفترض أنك بيعت 4 لوت من الفرنك بسعر USD/CHF = 1.4356 ثم اشتريته بسعر USD/CHF = 1.4500

- فاحسب ربحك أو خسارتك؟

الجواب:

نحسب أولاً فارق النقاط من المعادلة الخاصة بالفرنك

فارق النقاط = ((سعر البيع - سعر الشراء) * 10000) * -1

= (1.4356 - 1.4500) * 10000 * -1 = 144 نقطة ربحاً

وذلك لأننا بعنا الفرنك بسعر أعلى من سعر الشراء فالفرنك عملة غير مباشرة.

الآن نحسب الربح الفعلي

الربح أو الخسارة = عدد العقود (لوت) * فارق النقاط * قيمة النقطة.

= 4 * 144 * 6 = 3456 دولار

لقد ربحتنا من بيعنا لـ 4 لوت من الفرنك ثم شرائنا لو بسعر أقل مبلغ \$3456

نقطة الدخول ونقطة الخروج Enter and exit point

نقطة الدخول : Enter point هي السعر الذي تفتح فيه الصفقة.

ونقطة الخروج : Exit point هي السعر الذي تغلق فيه الصفقة.

مثلاً: عندما تفتح صفقة شراء 2 لوت جنية مثلاً وبسعر . GBP/USD = 1.5245

ثم تغلق الصفقة بأن تبيعهما بسعر . GBP / USD = 1.5280

نقول أن نقطة الدخول هي 1.5245 ونقطة الخروج هي 1.5280

عندما تفتح صفقة شراء أم يبيع عملة ما سينقسم الحساب إلى أربعة أقسام:

الرصيد: Balance هو المبلغ الموجود في حساب المتاجر قبل فتح صفقة.

الهامش المستخدم Used margin: هو المبلغ الذي يتم خصمه كعربون مسترد وهذا المبلغ يعتمد على نوعية الحساب

وشروط الشركة التي يتعامل معها من حيث نسبة المضاعفة التي توفرها هذه الشركة.

فمثلاً: لو فرضنا أنك فتحت حساب عادي standard لدى شركة وساطة ما وان هذه الشركة تخصم \$ 500 من حسابك

مقابل كل لوت تشتريه أو تبيعه من أي عملة، فمعنى ذلك لو اشتريت لوت يورو سيتم خصم \$ 500 من حسابك كعربون

مسترد فلو فرضنا أن رصيدك قبل الدخول في هذه الصفقة كان \$ 2000 سيبقى لك، \$ 1500 ولو قمت ببيع 2 لوت ين

فسيتم خصم \$ 1000 من حسابك ويبقى لك \$ 1000 من رصيدك.

يتم حساب الهامش المستخدم حسب المعادلة التالية:

الهامش المستخدم = الهامش الذي تحدده الشركة مقابل كل لوت * عدد اللوت

الهامش المتاح: Usable margin

وهو المبلغ الذي يبقى في الحساب بعد خصم الهامش المستخدم وهو أقصى مبلغ يمكن خسارته في الصفقة.

ويحسب الهامش المستخدم حسب المعادلة التالية:

الهامش المتاح = الرصيد - الهامش المستخدم

مثلاً: فعلى حسب الفرض السابق عندما تشتري 1 لوت يورو سيتم خصم مبلغ \$ 500 كهامش مستخدم ويكون الهامش

المتاح أمامك

الهامش المتاح = 2000 - 500 = 1500 دولار

وهو أقصى مبلغ يمكنك أن تخسره في هذه الصفقة، فإن وصلت خسارتك على هذه الصفقة لـ \$ 1500 سيصلك نداء الهامش

Margin call وإذا لم تضيف مزيد من المال لحسابك سيتم إغلاق العملية من قبل الشركة دون أن تنتظر منك أمراً

الرصيد الحالي: Equity

وهو المبلغ الفعلي الموجود في حساب العميل في حالة إغلاقه الصفقة بالسعر الحالي.

فمثلاً: لو فرضنا أنك اشتريت 1 لوت جنية استرليني على فرض أن سعر الجنية سيرتفع بعد فترة، ولو فرضنا أن سعر

الجنية ارتفع 20 نقطة ستري أن رصيدك الفعلي قد زاد \$ 200 فوق رصيدك قبل الدخول في الصفقة أي لو قمت بإغلاق

الصفقة في هذه اللحظة سيكون رصيدك \$ 2200

وهكذا فإن الرصيد الحالي يعكس وضع حسابك على أساس سعر السوق الحالي لتكون على بينة كاملة في كل ما يتعلق

بحسابك.

يمكن حساب الرصيد الحالي على حسب المعادلة التالية:

الرصيد الحالي = الرصيد الحالي + الربح العائم أو الخسارة العائمة

توقع اسعار العملات:

عن طريق التحليل بنوعيه: التحليل الفني Technical analysis والتحليل الإخباري

Fundamental analysis

ما المقصود بالتحليل ؟

نقصد بالتحليل: هو القيام بدراسة حركة السعر لفترة ماضية حتى يمكننا أن نستنتج احتمال اتجاهها مستقبلاً. فالإتجاه المستقبلي لسعر عملة ما لا يخرج عن ثلاث احتمالات:

إما إنه سيرتفع Up word

أو سينخفض Down word

أو سيظل كما هو Sideline

وعن طريق دراسة حركة السعر لفترة ماضية يمكننا أن نتوقع على سبيل الإحتمال الأعلى ما إذا كان سعر العملة سيرتفع أم سينخفض.

التحليل الفني Technical analysis

وهو النوع الرئيسي في تحليل السعر وهو الأسلوب الأكثر استخداماً من قبل المتاجرين الأفراد وأصحاب الحسابات الصغيرة الباحثين على مكاسب صغيرة وفي فترات قصير تتراوح مدة كل صفقة ما بين بضعة دقائق إلى بضعة أيام.

التحليل الإخباري Fundamental analysis

وهو التحميل الخاص بدراسة أسباب تغير الأسعار والمستخدم بشكل أساسي من قبل خبراء الاقتصاد وهو الأسلوب الرئيسي في التحليل في المؤسسات المالية الضخمة ذات الحسابات الكبيرة والتي تستهدف استثماراً بمدى زمني طويل نسبياً تتراوح مدة كل صفقة ما بين بضعة أيام وأكثر.

التحليل الفني ؟

هو أسلوب لدراسة حركة السعر الماضية كما هي وبصرف النظر عن أسبابها لتوقع اتجاهها المستقبلي إستناداً لفرضيات معينة أثبتت التجربة صحتها في أغلب الظروف

الفرضيات الرئيسية التي يعتمد عليها التحليل الفني:

من أهم هذه الفرضيات:

إن لحركة السعر ميول Prices move in Trends ويقصد بذلك أنه وعلى الرغم من أن حركة السعر تظهر على المدى القصير وكأنها حركة عشوائية ، إلا إن لهذه الحركة اتجاه معين تتجه إليه إما صعوداً أو هبوطاً.

إن التاريخ يعيد نفسه History repeats it self ويقصد بذلك إن حركة السعر " تسلك " بنفس الطريقة التي " سلكتها " إذا تشابهت الظروف.

فرضية ثبات الميل Trends exist until not broken

ويقصد بذلك إن كان سعر العملة يميل نحو الارتفاع فهي ستستمر في الارتفاع ، حتى يثبت العكس، وان كان سعر عملة يميل نحو الانخفاض فهو سيستمر في الانخفاض ، حتى يثبت العكس.

قاعدة عامة

في اليورو أو الجنيه الإسترليني: ارتفاع الشموع في الرسم البياني تشير لارتفاع سعر اليورو أو الجنيه.

انخفاض الشموع في الرسم البياني تشير لانخفاض سعر اليورو أو الجنيه.

في الين والفرنك السويسري: ارتفاع الشموع في الرسم البياني تشير لانخفاض سعر الين أو الفرنك.

وانخفاض الشموع في الرسم البياني تشير لارتفاع سعر الين أو الفرنك.

انواع العملات في سوق الفوركس:

تسمى العملات التي تكون هي العملات الأساس مقابل الدولار الأمريكي بالعملات المباشرة.

العملات المباشرة: هي العملات التي يوضع رمزها قبل رمز الدولار وتكون هي العملة الأساس. وأهم هذه العملات في السوق الدولية للعملات هي:

• اليورو EUR/USD

• الجنية الإسترليني GBP/USD

• الدولار الأسترالي AUD/USD

وتم الاصطلاح في سوق العملات على أن يكون الدولار الأمريكي هو العملة الأساس مقابل الين والفرنك السويسري . وبالتالي يوضع رمز الدولار أولاً في الصيغة ثم يوضع رمز الين أو الفرنك.

بالشكل التالي USD/JPY : و USD /CHF

أمثلة:

فَعدما نقول USD /JPY = 120 :

معنى ذلك أن المطلوب دفعه من الين = 120 ين للحصول على دولار واحد . حيث أن الدولار هو العملة الأساس.

وعندما نقول USD/CHF = 1.4000 :

معنى ذلك أن المطلوب دفعه من الفرنك = 1.4000 للحصول على دولار واحد.

تسمى العملات التي يكون الدولار مقابلها هو العملة الأساس بالعملات غير المباشرة.

العملات غير المباشرة: هي العملات التي يوضع رمز الدولار الأمريكي قبلها ويكون الدولار هو العملة الأساس،

وأهم هذه العملات في السوق الدولية للعملات هي:

- الين الياباني USD/JPY
- الفرنك السويسري USD/CHF
- الدولار الكندي USD/CAD

ملاحظات:

لماذا تم الاصطلاح على أن يكون اليورو والجنية الإسترليني من العملات المباشرة بينما الين والفرنك من العملات غير المباشرة ؟

الإجابة : إنه مجرد اصطلاح !!..

ولعل الغرض منه التبسيط لأننا لو أردنا أن نعلم كم دولار يجب دفعه للحصول على ين واحد فإن ذلك يتطلب الكثير من الكسور , لذا فإن الدولار أمام الفرنك والين هو العملة الأساس.

وفي الحقيقة فإن لهذا الفارق في وضع الرموز بين العملات المباشرة وغير المباشرة آثاره في الكثير من الأمور التي سوف تقابلك في ما بعد.

تتغير أسعار العملات طوال الوقت , وكثيراً ما يكون هذا التغير طفيفاً لا يلاحظه الكثيرون . وهي تغيرات طفيفة لا تحدث فرقاً يذكر في المبالغ المادية الضئيلة , ولكنها تحدث فرقاً كبيراً مع المبالغ المالية الكبيرة . لذا فإن المضاربين يحرصون على رصد أقل تغير في أسعار العملات للاستفادة منه في المتاجرة ولتحقيق الأرباح. ولهذا فإن أسعار العملات ترصد حتى جزء من عشرة آلاف جزء بالنسبة لليورو والجنية والفرنك وأغلب العملات الأخرى , وترصد حتى جزء من المائة بالمائة بالنسبة للين الياباني.

أن سعر اليورو مقابل الدولار يكون $EUR/USD = 0.9892$ أي أربع خانوات بعد الفاصلة (جزء من عشرة آلاف جزء).

وكذلك بالنسبة للجنية الإسترليني يكون $GBP/USD = 1.5264$ أي أربع خانوات بعد الفاصلة (جزء من عشرة آلاف جزء).

وكذلك بالنسبة للفرنك السويسري يكون $USD/CHF = 1.4232$ أي أربع خانوات بعد الفاصلة (جزء من عشرة آلاف جزء).

أما بالنسبة للين فيكون $USD/JPY = 125.26$ أي حتى خانتين بعد الفاصلة (جزء من مائة جزء بالمائة).

فأقل تغير يمكن أن يحدث في سعر الجنية واليورو والفرنك هو 0001. وأقل تغير يمكن أن يحدث في سعر الين هو 01.

يسمى أقل جزء يمكن أن يحدث لسعر العملة النقطة. POINT OR PIP.

فمثلاً : إذا كان سعر اليورو مقابل الدولار $EUR/USD = 0.9825$ ثم أصبح $EUR/USD = 0.9826$ بتغير 0001. نقول أن اليورو ارتفع نقطة واحدة مقابل الدولار. one pip

وإذا كان سعر اليورو مقابل الدولار $EUR/USD = 0.9825$ ثم أصبح $EUR/USD = 0.9824$ نقول أن اليورو انخفض نقطة واحدة مقابل الدولار.

وكذلك بالنسبة للجنية الإسترليني

فإذا كان سعر الجنية مقابل الدولار $GBP/USD = 1.5253$ ثم أصبح $GBP/USD = 1.5254$ بتغير 0001. نقول أن الجنية أرتفع نقطة واحدة مقابل الدولار.

أما إذا أصبح سعر الجنية $GBP/USD = 1.5252$ نقول أن الجنية قد انخفض نقطة واحدة مقابل الدولار.

وكذلك بالنسبة للفرنك السويسري مع ملاحظة أن الفرنك والين عملتان غير مباشرتين فان ارتفاع الرقم أمامهما يعني انخفاضهما والعكس صحيح.

فإذا كان سعر الدولار مقابل الفرنك $USD/CHF = 1.4236$ ثم أصبح $USD/CHF = 1.4235$ بتغير 0001. نقول أن الفرنك قد ارتفع نقطة واحدة مقابل الدولار. أما إذا أصبح $USD/CHF = 1.4237$: نقول أن الفرنك قد انخفض نقطة واحدة مقابل الدولار.

أما بالنسبة لليين
فإذا كان سعر الدولار مقابل الين $USD/JPY = 120.50$ ثم أصبح $USD/JPY = 120.51$ بتغير 01. نقول أن الين قد انخفض نقطة مقابل الدولار. أما إن أصبح $USD/JPY = 120.49$ نقول أن الين قد ارتفع نقطة مقابل الدولار.
ملاحظة:

ستكون قيمة النقطة على كل لوت كالاتي :
قيمة النقطة الواحدة لليورو = \$.10
قيمة النقطة الواحدة للجنية الإسترليني = \$.10
قيمة النقطة الواحدة لليين الياباني = \$8 تقريباً.
قيمة النقطة الواحدة للفرنك السويسري = \$6 تقريباً.
وعلى الرغم أن هذه القيم تختلف من شركة لأخرى إلا إنها صحيحة لدى أغلب الشركات.

وهناك بورصات تتعامل في عدد من هذه السلع، أو في مجموعات متجانسة منها، كما أن هناك بورصات تخصصت في نوع واحد منها، ومن أمثلتها:

(1) بورصة شيكاغو للحبوب، وهي أول بورصة للحبوب في العالم تأسست في شيكاغو في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1848م.

(2) بورصة يورونيكست المتخصصة في السلع الغذائية، ومقرها في باريس.

(3) بورصة لندن للمعادن، وهي أكبر بورصة للمعادن في العالم.

وقد قامت إمارة دبي بافتتاح بورصة دبي للسلع ومقرها مركز دبي المالي العالمي لتكون أول بورصة للعقود الآجلة للطاقة في الشرق الأوسط، وهي تسعى لسد الفجوة بين بورصات أمريكا وأوروبا مع توفير منصة للمتداولين في المنطقة لتجارة عدد من السلع.

أهمية السلع الدولية:

يعتبر التعامل في السلع الدولية أهم الدعائم الرئيسة للتجارة الدولية؛ حيث يرتبط به عدد كبير من العقود الأخرى التي أصبحت لازمة له ودائرة في فلكه، مثل التأمين، والنقل، والوكالة وغيرها.

ويمكن أن يقوم هذا التعامل بدور إيجابي في تطوير وتحفيز قطاع تجارة السلع في الدول في عدد من الجوانب أهمها:

(1) معرفة توجهات الأسعار، وتوازنها لمدى زمني مناسب.

(2) تلاقى البائعين والمشتريين، مما يشجع عمليات التبادل وتميها.

(3) تخفيف مخاطر الأزمان المفاجئة، وضمان الوصول للأسواق في توقيت محدد.

(4) توفير السيولة.

(5) توفير إجراءات مقبولة لتسوية النزاعات.

مظاهر الاهتمام العالمي بأسواق السلع:

إن حجم التداولات اليومية في أسواق السلع يزيد على 1,5 تريليون دولار، مرشحة للزيادة، وهذا الحجم الكبير من التداولات لا بد له من ضوابط تضبطه، وتحد من الاختلاف والتنازع فيه؛ لأنه يقع في أسواق لا يقتصر الاتجار بالسلع فيها على المكان الذي توجد فيه بل هو عام في جميع دول العالم وقد كانت هناك محاولات مبكرة من النصف الثاني من القرن الماضي لوضع إطار قانوني موحد لهذه التعاملات تمثل في اتفاقيتين دوليتين:

أولاهما: اتفاقية لاهاي بشأن القانون الموحد لتكوين عقود البيع الدولي⁽¹⁾ (* للبيضاء عام 1964م والتي وقعت عليها مجموعة محدودة من الدول.

والثانية: اتفاقية لاهاي في العام نفسه بشأن القانون الموحد للبيع الدولي للبيضاء، ولم يوقع عليها إلا مجموعة محدودة أيضا.

وتلزم هاتان الاتفاقيتان الدول المتعاقدة بإدخال القانون الموحد في قوانينها الداخلية، طبقاً للإجراءات الدستورية المتبعة في كل دولة.

كما تمثل في اتفاقية فيينا المبرمة في 11 نيسان عام 1980م التي حلت محل الاتفاقيتين السابقتين والتي أعدتها لجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي (اليونيسترال)، والتي دخلت حيز التنفيذ عام 1988م ووقع عليها عدد كبير من الدول مع بقاء باب الانضمام إليها مفتوحاً.

هذه الاتفاقية ليست بحاجة إلى إصدار مرسوم أو تشريع يتضمن إدخال نصوصها في قوانين الدول؛ لأنها اتفاقية ذاتية التنفيذ تصبح جزءاً من قانون كل دولة توقع عليها.

وقد جاء في مقدمة هذه الاتفاقية ما يلي:

إن الدول الأطراف في هذه الاتفاقية إذ تضع نصب أعينها الأهداف العامة للقرارات التي اتخذتها الجمعية العامة للأمم المتحدة في دورتها الاستثنائية السادسة بشأن إقامة نظام اقتصادي دولي جديد، وإذ نعتبر أن تنمية التجارة الدولية على أساس المساواة والمنفعة المتبادلة عنصراً هاماً في تعزيز العلاقات الودية بين الدول، وإذ ترى أن اعتماد قواعد موحدة تنظم عقود البيع الدولي للبيضاء، وتأخذ في الاعتبار مختلف النظم الاجتماعية، والاقتصادية، والقانونية من شأنه أن يسهم في إن إزالة الحواجز القانونية في مجال التجارة الدولية، وأن يعزز تنمية التجارة الدولية.

وفد جاء في الفصل الأول في نطاق التطبيق في المادة (1) ما يلي:

- 1) تطبيق أحكام هذه الاتفاقية على عقود بيع البضائع بين أطراف توجد أماكن عملهم في دول مختلفة.
أ- عندما تكون هذه الدول دولاً متعاقدة.
- ب- عندما تؤدي قواعد القانون الدولي الخاص إلى تطبيق قانون دولة متعاقدة.
- 2) لا يلتفت إلى كون أماكن عمل الأطراف يوجد في دول مختلفة إذا لم يتبين ذلك من العقد، أو من أي معاملات سابقة بين الأطراف، أو من المعلومات التي أدلى بها الأطراف قبل انعقاد العقد أو في وقت انعقاده.
- 3) لا تؤخذ في الاعتبار جنسية الأطراف، ولا الصفة المدنية، أو التجارية للأطراف، أو للعقد في تحديد تطبيق هذه الاتفاقية.

ومما يتصل بهذا المجال أيضاً اتفاقية منظمة التجارة العالمية (WTO) في 1/1/1995م التي حلت محل الاتفاقية العامة للتعرفة الجمركية والتجارة (GATT) التي نشأت عام 1947م، وتهدف هذه المنظمة إلى تحرير التجارة الدولية بواسطة إيجاد نظام تجاري دولي متعدد الأطراف معتمد على قوى السوق (العرض والطلب) يعمل على إزالة القيود، والعوائق التي تمنع تدفق حركة التجارة الدولية، ومحور عمل هذه المنظمة ثلاث اتفاقيات: أولها تغطي تجارة السلع، وثانيها تجارة الخدمات، وثالثها حقوق الملكية الفكرية المتصلة بالتجارة.

أقسام أسواق السلع الدولية:

السلع الدولية تخضع لمعايير دقيقة في تحديدها وضبطها فلا يمكن القبول في أسواقها بأية سلعة ما لم تكن منطبقة مع الشروط والمواصفات المتخذة من قبل تلك الأسواق.

وتتقسم هذه الأسواق إلى:

(1) أسواق السلع العاجلة:

وهي الأسواق التي تعرض فيها البضائع الحاضرة الموجودة فعلاً في المخازن المخصصة لها، القابلة للنقل والشحن، والمقصود من هذا النوع من التعامل تسلم السلع المباعة حقيقة.

البيع الدولي لا يرتبط باختلاف جنسية المتعاقدين؛ إذ قد يكون البيع دولياً والبايع والمشتري من جنسية واحدة وإنما العبرة باختلاف مراكز أعمال * الأطراف المتعاقدة، أو في مجال إقامتهم العادية، وهناك ثلاثة معايير موضوعية إذا وجد أحدها كان البيع دولياً:

- 1) وقوع البيع على سلع تكون عند إبرام البيع محلاً للنقل من دولة إلى أخرى، أو ستكون كذلك بعد إبرام العقد.
 - 2) صدور الإيجاب والقبول في دولتين مختلفتين، حتى ولو لم تكونا مراكز أعمال المتعاقدين، أو مقر إقامتهما.
 - 3) تسليم المبيع في دولة غير التي صدر فيها لإيجاب والقبول.
- وكل ما تقدم من معايير لا يلزم منه انتقال السلعة من دولة إلى أخرى؛ لأن العقد قد يكون أجلاً، ويجري فيه تداول العقود بعد ذلك وتصفيته وقت التسليم في الدولة التي فيها السلعة.

وهذه الأسواق وإن اختلفت في بعض شروطها إلا أنها في جملتها تهدف إلى هذا المعنى، ويتم فيها تسلم المشتري بواسطة مندوبه وحضور ممثل عن البائع، وفق الشروط والمواصفات المحددة.

(2) أسواق السلع الآجلة (أسواق العقود):

وهذه يتم التعاقد فيها وفق نماذج من سلع معينة غير موجودة في المخازن ولكنها متماثلة ومضبوطة، ومن خصائص هذه العقود أنها غير لازمة كما هو الحال في العقود التي تجري في الأسواق العاجلة، ويمكن التحلل منها بدفع فرق السعر بعد إجراء عملية بيع وشراء عكسية.

والعمليات التي تجري في أسواق عقود السلع قسماً:

- أ- **العمليات القطعية:** وهي التي تتضمن التزاماً من قبل المتعاقدين على تنفيذ العقد المبرم في وقت محدد، إما بتقديم البضاعة من البائع وتسليم الثمن من المشتري أو بالمقاصة بين عمليتين عكسيتين حدد موعد تنفيذهما في وقت واحد، أو بالاتفاق على تنفيذ التأجيل إلى وقت لاحق محدد.
- ب- **العمليات الآجلة الشرطية:** وهي التي يحتفظ فيها أحد طرفي العقد بحق الخيار في تنفيذ الصفقة أو إلغاؤها، ضمن شروط محددة في أسواق العقود الآجلة، وأهم هذه العقود الشرطية:
 - **العقد الأجل بشرط التعويض:** وهو الذي يخول للمتعامل بهذا الخيار حق تنفيذ الصفقة في موعدها، أو الامتناع عن ذلك لقاء تعويض يحدد مقداره سلفاً وعادة ما يعطي هذا الحق في غالب البورصات للمشتري.
 - **العقد الأجل بشرط الزيادة:** وهذا النوع يعطي لكل واحد من المتعاقدين الحق في الاستزادة من المبيع عند حلول الأجل، وخيار الزيادة هذا يمكن أن يكون للمشتري فيما زاد على القدر المتعاقد عليه سابقاً، أما ما تم التعاقد عليه فالعقد فيه من قبيل البيع القطعي الواجب التنفيذ عند حلول الأجل. ويمكن أن يكون عكس ذلك بأن يكون للبائع فيكون من حقه زيادة الكمية المباعة بالسعر الذي باع به الكمية الأولى، ويحصل هذا عندما تكون الأسعار الحاضرة أقل من الأسعار المتفق عليها سابقاً.
 - **العقود الآجلة بشرط الانتقاء:** وهي التي يكون فيها الخيار لكل واحد من المتعاقدين في إبرام الصفقة في موعد التصفية بصفتهم مشتريين أو بائعين ولكل عقد سعران، للمتعامل الخيار في أن يشتري بالسعر الأعلى أو أن يبيع بالسعر الأدنى.
 - **العقود الآجلة المركبة:** وهي التي يلجأ المضاربون فيها إلى القيام بعقود مركبة من العقود السابقة، وهي كثيرة لكن أشهرها:
 - عقد شراء عاجل مقابل بيع بشرط بالتعويض.
 - عقد شراء بات مقابل بيع بشرط التعويض.
 - عقد شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.
 - عقد شراء بشرط التعويض مقابل بيع بشرط التعويض.

المحور السادس: أسواق المشتقات المالية

العقود الآجلة والعقود المستقبلية

أولاً: تعريف العقود المستقبلية: هي عقود لشراء (بيع) السلع أو الأصول المالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد.

كما عرفت بأنها التزام تعاقدي ملزم نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين، بسعر معين، وتاريخ معين في المستقبل. ويختلف عن العقد الآجل من أنه متاح للتداول في البورصة.

وعرفها آخرون بأنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد.

يعتبر العقد ملزماً للطرفين وعادة ما يضمنه بيت التسوية أو المقاصة. إذ يساهم الوسطاء في إبرام العقود المستقبلية ويتم تداولها بطريقة المزاد المفتوح إذ يقوم الوكلاء عادة بتنظيم التسويات بين طرفي العقد آخذين بعين الاعتبار ما يحدث من تقلبات سعرية وتأثير ذلك على طرفي العقد، ويتم دفع ما نسبته 15 % من قيمة العقد كهامش لدى الوسيط، ويتم تسويته بعد إجراء التسويات اليومية التي تحدث على الأسعار وهذه التغيرات في الأسعار تنعكس على رصيد كل منهما. وعقود المستقبلية هي عقود نمطية ومنظمة رسمياً وكذلك عمليات التعامل بها عمليات نمطية ومنظمة، ويقوم العقد المستقبلي على عدد من أركان لتنفيذه وهي:

1. السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

2. تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

3. محل التعاقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.

4. مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

5. بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

ثانياً. المتعاملون في السوق وأنواع الأوامر: يوجد العديد من المتعاملون في السوق المستقبلي يتم الاتصال بين هؤلاء الأطراف عن طريق الأوامر، وهذا ما سنتحدث عنه في هذا الجزء.

I. المتعاملون في السوق المستقبلية: تتمثل الأطراف الرئيسية للعقود المستقبلية في المشترون والبائعون، والمضاربون والمستثمرون الراغبون في التغطية، وبيت التسوية، وبيوت السمسرة. وفيما يلي نعرض كل من هذه الأطراف:

1. المشترون والبائعون: المتعاملون في السوق المستقبلية إما مشترون أو بائعون لتلك العقود. ويطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزاً طويلاً، بمعنى أنه يشتري العقد ويحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته السوقية فيقوم ببيعه بالسعر المرتفع، محققاً بعض الأرباح. أما بائعوا العقود فهم أولئك المستثمرون الذين تأخذون مركزاً قصيراً على العقد، بمعنى أنهم يبيعون العقد في الوقت الذي قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد، ويأمل هؤلاء في أن تنخفض أسعار العقود في المستقبل، ليعيدوا شرائها بالأسعار الجديدة ويقفلون بذلك مراكزهم محققين بعض الأرباح..

2. المضاربون والمتحوظون: المضاربون هم المستثمرين الذين يحاولون تحقيق الأرباح عن طريق التخمين باتجاهات السوق، وقد يكون هؤلاء المضاربون أفراد أو مؤسسات، ويمثل المضاربون مصدر سيولة كبير بالنسبة للسوق حيث يمثلون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق العقود. أما المتحوظون فهم يقومون باستخدام العقود المستقبلية بهدف تخفيض المخاطر نتيجة لامتلاكه أصل ما أو يتوقع أن يمتلكه. أي أن ذلك المستثمر قد حصل على مركز طويل الأجل، وبالتالي فهو عرضة لمخاطر تغير سعر ذلك الأصل. ولتخفيض تلك المخاطر فإنه يسعى لأخذ مركز قصير الأجل في سوق العقود المستقبلية وذلك بالتعاقد على بيع ذلك الأصل، وهو ما يطلق عليه تغطية قصيرة. أما إذا كان المستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلاً فيمكنه أخذ مركز طويل الأجل بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، وهو ما يطلق عليه تغطية طويلة.

3. بيت التسوية: تعتبر دار التسوية وسيط وضامن لكل صفقة وهو ليس قديم كقدم أسواق المستقبلية، فأول دار للتسوية أسست سنة 1925 في مجلس تجارة شيكاغو. وهي مؤسسة مستقلة وحملة أسهمها هم شركات التصفية وأعضاء فيها. وتتلخص مهمته في تحقيق الانسيابية وتسهيل التعامل في العقود المستقبلية، ولعل المهام التي يضطلع بها والتي تتعلق بنظام الهامش وما يصحبه من تسوية يومية، هي التي وضعت الأساس القوي لما يسمى بانتظام السوق. ويقف بيت التسوية بين طرفي العقد، ليبدوا وكأنه بائع بالنسبة للمشتري، وكأنه مشتري بالنسبة للبائع، ومن ثم تصبح العلاقة بين طرفي العقد علاقة غير شخصية. ومركز بيت التسوية على هذا النحو يجعله ضامناً للمشتري في مواجهة البائع، وضامناً للبائع في مواجهة المشتري وعليه فإنه على عكس العقود الآجلة التي يكون فيها السبيل لمواجهة مخاطر عدم وفاء أحد الطرفين بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، هو ضرورة توفر ثقة كل طرف في الطرف الآخر، فإنه في العقود المستقبلية تتجنب بيوت التسوية المخاطر عن طريق آليتين هما: نظام الهامش والتسوية اليومية.

4. بيوت السمسرة: تقع على بيوت السمسرة مسؤولية الالتزام بنظام الهامش في مواجهة بيت التسوية، كما على بيت السمسرة أيضاً أن يلتزم بالقاعدة الراسخة المتمثلة فيما يشار إليه بما يسمى "أعرف عميلك" وهي قاعدة هامة تجعل بيت السمسرة رقيقاً على الأوامر التي يصدرها العميل للتأكد من عدم مخالفتها للتشريعات. ومن الأمثلة على ذلك الأحكام التشريعية التي تضع الحدود القصوى لمراكز المتعاملين، على عقود معينة، في نفس السياق يقع على بيت السمسرة مسؤولية الكشف وإبلاغ عن التلاعب الذي قد يقع من بعض العملاء، مثل فتح أكثر من حساب لدى السمسار، للتهرب من قيد الحد الأقصى لعدد العقود.

تتم عملية تنفيذ الأوامر من خلال إجراءين وهما:

1. الإجراءات التمهيدية: يقوم ممثل المسجل ويدعى "بائع عمولة العقود المستقبلية Futures Commission Merchant" التابع لبيت السمسرة، بفتح حساب للعميل يسمى حساب المتاجرة. وهو حساب يودع فيه العميل الهامش المبدئي الذي يحدده بيت السمسرة. ويفتح حساب لكل سلعة يرغب العميل التعامل بها. وبعد فتح هذا الحساب، يصبح العميل قادراً على إصدار أوامر شراء أو بيع.

2. الإجراءات التنفيذية: يمكن لذلك العميل أن يصدر أمراً بالشراء (المركز الطويل)، أو أن يصدر أمر بيع (المركز القصير) إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة، الذي يتولى إبلاغ هذا الأمر للقسم المسئول عن العقود المستقبلية ببيت السمسرة، فينقله إلى سمسار الصالة في البورصة، فيتوجه به إلى حلبة التعامل (*). ويلتقي مع أقرانه الذين يتعاملون على نفس السلعة، بائعين ومشتريين، ويتم تنفيذ الأوامر بالإعلان فيما بينهم على الأوامر التي تحمل نفس تاريخ التنفيذ. فسمسار الصالة الذي يعلن عن عرض الشراء سينادي بعدد العقود المطلوبة للشراء أولاً ثم عن السعر، والسمسار الذي يعلن عن عرض البيع فإنه ينادي بسعر البيع أولاً ثم عدد العقود المعروضة للبيع. والسعر عادة ما يتم اختصاره فمثلاً لو أن سمساراً أراد شراء 4 عقود مستقبلية للذهب بسعر (\$403,20) فإنه قد ينادي "4" بـ "20" والرقم الأخير يشير إلى 20 سنت لأن

(* حلبة التعامل: لدى أغلب البورصات قاعتان للتداول كبيرتان، وكل قاعة تحوي على العديد من حلقات أو حلقات التداول وكل حلبة تخص عقد مستقبلية سلعة معينة، لكن طريقة التداول هي نفسها في جميع الحلقات. والتداول يتم في هذه الحلقات داخل القاعة.

الرقم 403 يدركه الجميع. كما يستخدم النظام المعقد إشارات الأيدي للدلالة على أسعار الشراء والبيع. ومن ثم فإن كل سمسار صالة يسجل عدد العقود ونوع العقد وتاريخ التسليم و الحروف الأولى من اسم المتعامل الآخر. كما أن هناك الآن أنظمة التداول الإلكتروني، بظل هذا النظام فإن المشتري والبائع يتم مقابلتهما بالحاسوب. فالمشتري المحتمل يجلس عند المحطة الطرفية ويؤشر على السعر الذي يرغب الشراء به، وهذا السعر ينقل عبر النظام والمتعامل الآخر يجلس أيضا عند إحدى المحطات ويؤشر رغبته بالبيع بسعر المشتري من خلال الضغط على المفتاح المناسب. ثم يؤكد سمسار الصالة تنفيذ الأمر إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة، الذي يتولى بدوره إخطار بيت السمسرة، الذي يخطر العميل بتنفيذ الأمر. ثم يقوم كتابة الصالة بتجميع أوراق الصفقات، وتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، فيضع ذلك الأخير كل عقد بيع أمام عقد شراء لعقود السلعة التي لها نفس تاريخ التنفيذ، معلنا مولد عقد جديد على ذلك الأصل، يعلن عنه في لوحة الإعلانات. ويخطر به مركز الخدمة الإعلامية، لتبث ذلك محليا وعالميا. بعد ذلك يحول بيت التسوية ذلك العقد الشخصي إلى عقدين، بأن يقف بائعا أمام مشتر العقد، ويقف مشتريا أمام بائع العقد، ومن ثم يمكن لأي طرف أن يقفل مركزه دون أن يتأثر الطرف الآخر.

ثالثا. مواصفات العقد المستقبلي: فمن أهم ما تتميز به العقود المستقبلية هي النمطية ويقصد بنمطية العقود هو أن شروط ومواصفات العقود محددة من قبل إدارة السوق، وليس لأحد الأطراف وضع شروط أو مواصفات من عنده، بل عليه اختيار ما يناسبه من الشروط والمواصفات المعروضة، ويشمل التتميط في العقود المستقبلية الأمور التالية:

I. وحدة التعامل (حجم العقد Contract size): وتعني عدد الوحدات التي يتضمنها عقد مستقبلي واحد، وقد تكون عدد من وحدات البوشل للبوب أو عدد الدولارات من القيمة الاسمية للأداة المالية. ويعتبر حجم العقد قرار هام جدا، فإذا كان الحجم صغيرة جدا، فسيجدها المضاربون أكثر تكلفة لتداولها، وبما أن العقود ليست قابلة للتقسيم، فإذا كانت كبيرة للغاية، فالمتحوطين قد لا يتمكنون من الحصول على مطابقة عدد هذه العقود حسب حاجتهم، فمثلا إذا كان مجلس شيكاغو للتجارة قد أنشأ عقد مستقبلي لسندات الخزانة بقيمة 01 مليون دولار، فالمتحوط الذي يريد تغطية سندات قيمتها 500000 دولار لا يمكنه استخدامها.

II. شروط التسليم Delivery Terms: من أهم ما يميز العقد المستقبلي أن غالبية العقود التي يتم إبرامها لا تؤدي إلى تسليم الأصل محل هذه العقود، ويتم إنهاؤها قبل حلول مواعيد الاستحقاق وستنطبق إليه فيما بعد، ومع ذلك فترتيبات التسليم مهمة لتفهم العلاقة بين السعر المستقبلي للأصل وسعره الفوري. فإدارة البورصة تقوم بتحديد مكان أو أماكن التسليم فهذا أمر بالغ الأهمية للبضائع أو المواد الخام بما في ذلك تكلفة النقل العالية، فعندما تعدد أماكن التسليم قد يتم فرض الفرق في تغير الأسعار حسب المناطق، فمثلا للحصول على العقد مستقبلي الذرة التي تتداول في مجلس تجارة شيكاغو، قد يكون تسليم في شيكاغو، Burns Harbor و Saint Louis، ولكن الثمن للبوشل أقل من 4 سنتات عند الدفع في المدينة سانت لويس عن شيكاغو. كما يتم تحديد كذلك كيفية التسليم ومواصفات أو درجة جودة الأصل وتاريخ التسليم فقد تتحدد هذه الأخيرة بشهور معينة، أو في دورات ربع سنوية منتظمة مثل العقود على أذون الخزينة، بما يتلائم مع تواريخ استحقاق الأذون الأكثر تداولاً في السوق الحاضر. وفي حالة العقود على السلع الزراعية قد لا تكون تواريخ التسليم منتظمة، بسبب موسمية المنتج، إذ قد تكون الفترة من تاريخ تسليم معين وتاريخ آخر هي شهر بينما قد يكون تاريخ التسليم التالي بعد خمسة شهور، وذلك بما يناسب مواسم الحصاد.

III. حدود التقلبات السعرية: البورصة لها الحق بفرض حدود على تحركات الأسعار اليومية للعقود المستقبلية عن أسعار إغلاق اليوم السابق، فحدود الأسعار اليومية تأخذ أعلى سعر Limit up وأدنى سعر Limit down للعقود المستقبلية يمكن أن تصل إليه خلال المتاجرة ذلك اليوم.

فعندما يصل السعر اليومي مده لا يعني ذلك أن المتاجرة تتوقف وإنما تستمر بالسعر نفسه ولكن دون تجاوز أعلى وأدنى سعر محدد. وفي اليوم التالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق ويتفاوت الحد الأقصى للتغير السعري من أصل إلى آخر وان كانت بعض العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى المشار إليها أما السبب بوضع حد أقصى للتغيرات السعرية هو الحد من آثار المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد إلى السوق إذ أن التغيرات السعرية للعقود تعكس مباشرة العائد المتولد عن الاستثمار فيها، وتتفاوت حدود التغيرات بحسب الأصل.

IV. حدود المعاملات أو المراكز: حدود المراكز هي العدد الأقصى للعقود التي يمكن أن يحتفظ بها مستثمر في بورصة شيكاغو كان حد المراكز بالنسبة لعقد عمليات الأخشاب في وقت معين 1000 عقد. والهدف من ذلك هو تحقيق التوازن بين ميزة توفير السيولة وميزة توفير الأمان، بالحد من فرص التلاعب في السوق من خلال ممارسة الاحتكار من عدد محدد من المتعاملين على عقد معين. هذا ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصل محل العقد وباختلاف البورصة التي يتم التداول بها.

رابعا. نظام الهامش والتسوية اليومية: بالإضافة إلى ما يحققة بيت التسوية من ضمان لتنفيذ الصفقة، ومن ثم تخفيض المخاطر التي يتعرض لها أطراف التعاقد، فإن مسئولية بيت السمسرة عن عملائه تعد وسيلة أخرى من وسائل حماية المتعاملين في أسواق العقود المستقبلية. وطالما أن بيت السمسرة مسئول عن دفع تكاليف تنفيذ التعاقد في حالة تعثر

العميل فإنه يقوم باستخدام الهوامش، وإجراءات التسوية اليومية للمركز المالي للعميل لتخفيض المخاطر التي يتحملها في حالة تعثر عملائه).

I. الهامش المبدئي: يلتزم كل مستثمر يتعامل في العقود المستقبلية، بفتح حساب لكل سلعة يبرم عليها عقود مع بيت السمسرة الذي يتعامل معه. وبمجرد إبرام عقد من العقود المستقبلية، يقوم كل من البائع والمشتري بإيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه، يطلق عليه أحيانا هامش الأداء يتمثل في مبلغ نقدي أو أوراق مالية. أما الهدف من ذلك فهو ضمان التزام المستثمر بتنفيذ بنود العقد ويتمثل الهامش في نسبة تتراوح بين 5% و 15% من القيمة الكلية للعقد. ففي نهاية كل يوم تداول تقوم اللجنة المكونة من موظفي دار المقاصة بتحديد سعر التسوية، وباستخدام هذا السعر يتم وضع علامة على كل حساب، ويحدد الفرق بين سعر التسوية الحالي وسعر تسوية اليوم السابق، فإن كان موجبا بسبب ارتفاع سعر التسوية فإن المبلغ يكون دائنا ويضاف في حسابات الهامش لأصحاب المراكز الطويلة ويكون هذا المبلغ لدينا ويتم اقتطاعه من حسابات الهامش لأصحاب المراكز القصيرة، أما إذا كان الفرق سالبا بسبب انخفاض سعر التسوية فإن المبلغ يكون دائنا بالنسبة لأصحاب المراكز القصيرة ومدينا بالنسبة لأصحاب المراكز الطويلة. وعلى العموم فإن رصيد حساب كل من المشتري أو البائع يحتسب كالآتي:

رصيد حساب الهامش = الهامش المبدئي + (الأرباح اليومية – الخسائر اليومية)

مثال: إذا تم إبرام تعاقد في مارس 2012 بين فايز وعاطف على 10000 سهم من أسهم إحدى الشركات. على أن يتم التنفيذ في أول أكتوبر 2012 يقوم فايز بشراء مقابل 100 دج للسهم ويقوم عاطف بالبيع مقابل 100 دج للسهم فإذا كان الهامش المبدئي 10% فإن كل من فايز وعاطف يقومان بإيداع مبلغ 100000 دج لدى بيت السمسرة أو ما يقابلها من أوراق مالية.

II. التسوية اليومية: إذا اتجهت الأسعار لصالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخضم الفرق من حسابه. إذا فرض أنه بعد إبرام التعاقد بين فايز وعاطف حدث في الثاني من مارس انخفاض في أسعار ذلك النوع من العقود بحيث أصبح سعر التسليم 98 دج، يترتب على ذلك أن يحقق فايز خسارة إجمالية قدرها $10000 \times (98 - 100) = 20000$ دج مما يؤدي إلى انخفاض الهامش المبدئي لفايز إلى 80000 دج. وبالتالي يقوم بيت السمسرة بتعديل حساب فايز ليعكس الخسارة وتعديل حساب عاطف ليعكس أرباحه. ويتم إجراء هذا التعديل بصفة يومية وفقا لأسعار إقفال مثل هذا النوع من العقود في البورصة.

III. هامش الوقاية: عادة ما يحدد بيت السمسرة هامش صيانة تتراوح نسبته ما بين 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي. هذا يعني بعبارة أخرى أن رصيد حساب السلعة لا ينبغي أن ينخفض عن 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي، وإلا طالب السمسار بإيداع المزيد إلى الرصيد. وفي المثال السابق اتضح أن بالنسبة لحساب فايز حيث انخفض الهامش إلى 80000 دج وعلى هذا فإن هامش الوقاية (75%) لكل من فايز وعاطف هو:

$$\text{هامش الوقاية} = \text{الهامش المبدئي} \times \text{نسبة هامش الوقاية}$$

$$= 100000 \times 75\% = 75000 \text{ دج}$$

يلاحظ أن الهامش المبدئي انخفض في حساب فايز إلى 80000 دج نرى أنه ما زال أعلى من هامش الوقاية لذلك لن يقوم بيت السمسرة بمطالبة فايز بإضافة أي مبلغ لرصيد حسابه. والآن إذا حدث وانخفض سعر هذه العقود يوم 3 مارس إلى 96 دج للسهم في هذه الحالة يصبح رصيد حساب فايز كالتالي:

$$\text{مقدار الخسارة} = 10000 \times (96 - 98) = 20000 \text{ دج}$$

$$\text{رصيد حساب فايز} = 80000 - 20000 = 60000 \text{ دج}$$

يلاحظ أن رصيد حساب فايز أصبح أقل من متطلبات هامش الوقاية في هذه الحالة يطلب بيت السمسرة من فايز إيداع مبلغ بمقدار 40000 دج حتى يصل رصيد حسابه إلى الهامش المبدئي ويطلق على مقدار الأموال في هذه الحالة الهامش الإضافي.

IV. إقفال العقود المستقبلية: في حالة انخفاض رصيد حساب المستثمر عن هامش الوقاية وعدم قدرة المستثمر على تغطية الحساب كما في حالة فشل فايز في تغطية حسابه فإن بيت السمسرة يقوم بإقفال حساب فايز في 03 مارس. وحيث تاريخ تنفيذ العقد هو أول أكتوبر حيث يتم تسليم الأصل محل التعاقد، لذلك فإنه لا يمكن إقفال العقد في شهر مارس. إذن كيف يتم إغلاق حساب فايز في مارس؟ تتم عملية إقفال الحساب عن طريق الصفقة العكسية وذلك على النحو التالي:

يقوم بيت السمسرة بالبيع باسم فايز عقد بنفس الكمية وقدرها 10000 سهم من أسهم نفس الشركة في مقابل (96 x 10000) = 960000 دج.

وحيث أن فايز إذا قام بتسلم كمية الأوراق المالية محل الصفقة كان سيدفع 1000000 دج

$$\text{إذن خسائر فايز} = 1000000 - 960000 = 40000 \text{ دج}$$

$$\text{إذن صافي رصيد حساب فايز} = 60000 - 40000 = 20000 \text{ دج}$$

وبذلك يتم إقفال حساب فايز لدى السمسار ويقوم فايز بسحب مبلغ 20000 دج وهي ما تبقى في رصيد حسابه.

خامسا. التسوية النهائية للعقد: وهنا يكون أمام الطرفين ثلاث سبل لإقفال مركزهما وهي: أخذ مركز مضاد أي عكسي أو التسوية النقدية أو التسليم الفعلي. وينطوي السبيل الأول لإنهاء مركز ما على الدخول في عملية تداول (أو متاجرة) عكس العملية الأصلية، فعلى سبيل المثال إذا اتخذ مستثمر ما مركزا طويلا في عقد عمليات مستقبلية للأسهم في 06 جانفي إلى غاية جويلية يمكنه إنهاء أو تصفية المركز في 20 أفريل عن طريق اتخاذ مركزا قصيرا في عقد لشهر جويلية، والعكس صحيح وفي كل حالة يعكس المكسب أو الخسارة الكلية للمستثمر التغير في سعر العمليات بين 06 جانفي و20 أفريل.

أما السبيل الثاني وهي التسوية النقدية وذلك بأن يدفع أحد الأطراف الفرق بين سعر الأصل المالي محل العقد وبين سعرها في السوق وقت التنفيذ، فإن كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن البائع يدفع للمشتري هذا الفرق، وإذا حصل العكس فإن المشتري يدفع الفرق للبائع.

أما الطريقة الأخيرة وهي عن طريق التسليم الفعلي للأصل فيتم ذلك من خلال تزويد بوصولات إيداع في المخازن أو تسليم أدوات مالية قابلة للتداول. والهدف من التسليم الفعلي هو ضمان توحيد السعر الآتي مع السعر المستقبلي في يوم الاستحقاق، إذ أن هذا التوحيد هو الذي يضمن إستراتيجية التحوط، فالهدف الأساسي لتطور سوق العقود المستقبلية هو كونها وسيلة لضمان استقرار الأسعار في إطار تنافسي قوي وليس استلام وتسليم الأصول المتداولة فيها. هذا ويضمن قانون السعر الواحد من خلال عمليات مراجعة الأسعار. ولكن غالبية الحالات تجري تسوية العقود المستقبلية إما عند طريق أخذ مركز عكسي أو التسوية النقدية فقلما يجري التسليم الفعلي للعقد. فحوالي 99% من العقود المستقبلية يتم تسويتها نقدا ولا يتم تسليمها، فالسوق المستقبلي ليست أفضل طريق للحصول على الأصول الأساسية، وذلك لأن صاحب المركز الطويل يكون تحت رحمة صاحب المركز القصير. فصاحب المركز القصير بإمكانه التسليم في أي يوم من أيام التسليم المتعددة وتسليم أي سلع قابلة للتسليم، ويتوجب على المركز الطويل القبول أيا كان العرض الذي يقدمه المركز القصير، وهذا ما يدفع صاحب المركز الطويل بغلق مركزه مبكرا.

رابعا: أنواع العقود المستقبلية المتداولة في أسواق رأس المال

ويراد بالعقود المستقبلية المالية تلك العقود التي تحوي على الأدوات المالية الأصلية مثل الأسهم، والأوراق المالية ذات الدخل الثابت سواء كانت طويلة الأجل كالسندات، أو قصيرة الأجل كأذونات الخزينة... ومن أهم تلك العقود هي:

1. العقود المستقبلية على الأسهم: وهو اتفاق لشراء أو بيع الأسهم بسعر ثابت في تاريخ مستقبلي، فعلى عكس شراء الأسهم التقليدية، فأنت لا تملك الأوراق المالية، ولذلك لا يحق لك أرباح الأسهم محل العقد ولا يحق لك دعوتك لاجتماعات المساهمين. ففي سوق الأسهم الفورية، يمكنك كسب الأرباح فقط عندما يرتفع سعر سهمك، أما في سوق العقود المستقبلية للأسهم، يمكنك كسب المال حتى عندما تنخفض السعر. لنفرض توقع مستثمر انخفاض أسهم البنك الفرنسي BNP Paribas، فيدخل في 9 فيفري 2011 كبائع لبيع 10 عقود مستقبلية لأسهم هذا البنك (10x100=1000 سهم) بقيمة 822,56 £ للعقد أي ما يعادل 56822 £. في 11 فيفري 2011، لاحظ المستثمر انخفاض في قيمة العقود المستقبلية على أسهم BNP Paribas فقرر الدخول كمشتري في هذه العقود لشراء 10 عقود (10x100=1000 سهم) بقيمة 56,471 £ للعقد أي ما يعادل 56471 £، وبذلك حقق المستثمر ربح يقدر بـ 351 £ (56822-56471).

2. العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت: أما العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، تطلق عليها أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة، وهو عقد إلزامي بين المشتري والبائع على التسليم مستقبلا أصول مالية مدرة للفوائد، وتستخدمها الشركات التي قد تعاني من الخسائر الناجمة عن التقلبات في أسعار الفائدة (مثل البنوك وشركات السمسرة وشركات التأمين) يمكنها استخدام هذه العقود للتحوط والتقليل من المخاطر، أما المضاربون فيستخدمون هذه العقود للمراهنة على انخفاض أو ارتفاع أسعار الفائدة في السوق مستقبلا. ويمكن توضيحه بالمثال التالي: توقع شخص ما انخفاض أسعار الفائدة في الأشهر القادمة، وارتفاع أسعار أذونات الخزينة في المستقبل تبعا لذلك، حيث أن أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تتأثر بأسعار الفائدة، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة انخفضت أسعار الأوراق المالية، والعكس صحيح، ولذا فقد أبرم هذا الشخص في شهر فيفري عقد شراء مستقبلا لما قيمته مليون دولار من أذونات الخزينة، بمبلغ قدره 900000 \$ وتسلم في شهر أوت، فإذا حل هذه الموعد وتحقق ما توقعه من ارتفاع أسعار الأذون، حيث أصبح سعرها مثلا 950000 \$، فانه إما أن يتسلمها من البائع ويسلمه ثمنها ثم يبيعها بالأسعار الحالية المرتفعة، أو أن يقوم بالتسوية النقدية مع البائع على الفرق بين السعيرين، محققا في الحالتين ربحا قدره 50000 \$.

كما ذكرنا سابقا تستخدم هذه العقود أيضا للتغطية ضد المخاطر ويمكن توضيح ذلك بالمثال الآتي: شخص يتاجر في السندات وقد اشترى في شهر جانفي سندات قيمتها الاسمية 500000 \$ بمبلغ قدره 420000 \$، ولكنه خشي من ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل وانخفاض أسعار تلك السندات فرغب في التأمين على استثماره من هذا الخطر أبرم عقد لبيع تلك السندات في سوق العقود المستقبلية تسلم في شهر جويلية وهو الشهر الذي يرغب ببيع السندات التي يمتلكها فيه بمبلغ قدره 410000 \$. وفي شهر جويلية وقع ما توقعه وذلك بانخفاض أسعار السندات فبلغت قيمتها في السوق الحالية 413000 \$ مثلا، وفي سوق العقود المستقبلية 398000 \$، فانه يكون قد منى بخسارة في السوق الحالية قدرها 7000 \$)

420000-413000)، ولكنه حقق ربحاً في سوق العقود المستقبلية قدره \$12000 (398000-410000)، أي أنه غطى خسارته في السندات التي يمتلكها وحقق ربحاً صافياً قدره \$5000 (7000-12000).

3. العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه. وهناك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S&P500)، ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة، ويختلف كل مؤشر وطريقة حسابه من سوق لآخر ومن أشهرها: مؤشر داو جونز الصناعي، مؤشر ستاندرد أند بور في الـ.و.م، مؤشر الفايننشال تايمز في بريطانيا، مؤشر نيكاي في اليابان، مؤشر CAC40 في فرنسا...

والتعاقد مستقبلاً على مؤشرات الأسهم في حقيقته التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه، وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء، ويدفع البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفع المشتري إن كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر، ويبلغ في معظم المؤشرات 500. والمثال التالي يوضح ذلك: أبرم شخص ما عقد على مؤشر داو جونز بسعر 150 دولار، فلما حل موعد التسليم كانت قيمة المؤشر قد بلغت \$143، فهنا يقبض المشتري من البائع الفرق بين سعر الشراء وبين قيمة المؤشر وقدره \$9000 [500X(125-143)]. أما لو انخفضت إلى 115 فإن المشتري هو الذي يدفع الفرق، وقدره \$5000 [500X(115-125)].

ومن أبرز ما تتميز به العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم أن التسوية بالضرورة نقدية من خلال بيت التسوية، بمعنى أنه لا محل لإطلاقاً للتسليم والتسلم في تلك العقود، وتكمن أهمية ذلك في مساهمتها في تخفيض تكلفة المعاملات، فلو أن التسوية كانت بالتسليم والتسلم حينئذ يكون لزاماً على بائع العقد المستقبلي تحمل تكلفة المعاملات المصاحبة لشراء العدد الكبير من الأسهم التي يتكون منها المؤشر للوفاء بمتطلبات العقد. هذا وتمثل التسوية النقدية، بقيام أحد طرفي التعاقد بدفع قيمة الفرق بين القيمة المنصوص عليها في العقد، والقيمة الفعلية في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فلو أن قيمة العقد المستقبلي تفوق قيمة أسهم المؤشر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، حينئذ يجني الطرف البائع أي صاحب المركز القصير ربحاً يتمثل في الفرق بين القيمتين ويحدث العكس عندما تكون قيمة العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم أكبر من قيمة العقد المستقبلي، إذ سيمثل الفرق حينئذ أرباحاً لمشتري العقد. وبالطبع يمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه على العقد قبيل تاريخ التسليم، وذلك بأخذ مركز عكسي عليه، أي شرائه إذا كان قد سبق له بيعه، أو بيعه إذا كان قد سبق له شرائه.

4. العقود المستقبلية على أسعار الصرف: تتعرض أسعار صرف العملات للتقلب والتغير من وقت إلى آخر، ولذلك فإن من يمتلك عملة أجنبية أو يتوقع أن يحصل عليها في تاريخ لاحق ثمناً لسلع قام بتصديرها مثلاً، يكون عرضة لانخفاض سعر هذه العملة عندما يريد تحويلها إلى عملته المحلية، أو أي عملة أخرى كما أن من ينوي شراء عملة أجنبية في تاريخ لاحق للقيام بتسديد مستحقات عليه تحل في هذا التاريخ بهذه العملة مثلاً، يكون عرضة لمخاطر ارتفاع سعرها.

ومن هنا ابتكرت عدة أساليب للحماية من مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار العملات الأجنبية، ومن هذه الأساليب إبرام العقود المستقبلية لشراء أو بيع تلك العملات وخاصة العملات الأجنبية الرئيسية المرتبطة بالنشاط التجاري العالمي كالدولار الأمريكي، الجنيه الأسترليني، الين الياباني، واليورو. وتم وضع العقود المستقبلية لسعر الصرف في أوائل السبعينات في الولايات المتحدة، وتم تداولها في السوق النقد الدولي (LMM) في بورصة شيكاغو التجارية (CME) وكانت العقود المستقبلية لسعر الصرف واحدة من أنجح العقود في وقت مبكر، أما الآن، فهناك العديد من بورصات العقود المستقبلية في جميع أنحاء العالم يتداول بها هذا النوع من العقود والتي يتم تسعيرها على أساس العملات الأجنبية إلى العملة المحلية.

ولتوضيح فكرة لنفرض حالة مستورد أمريكي قرر في 8 جانفي استيراد 150 وحدة تلفاز من اليابان بسعر 107704 ين للوحدة، وهو ما يعني تكلفة كلية قوامها 16155600 ين. ولما كان سعر الصرف الين سيأخذ اتجاهها تصاعدياً، فقد أصر على الحصول على قيمة وحدات التلفاز بالين وليس بالدولار. وهكذا يكون قد نقل مخاطر سعر الصرف إلى المستورد، الذي لم يجد بدوره سبيلاً لتجنب تلك المخاطر أو تخفيضها، سوى شراء عقود مستقبلية على الين بالقيمة المطلوبة.

ونظرا لأن الاتفاق هو على أساس الدفع عند الاستلام وأن تاريخ وصول الشحنة هو شهر ماي، فقد تم شراء عدد كاف من العقود المستقبلية على الين، بتاريخ تسليم جوان، وذلك على أساس أنه التاريخ الأقرب لوصول الشحنة، وبالتالي يكون احتمال الاختلاف بين سعر تسوية العقد في ماي والسعر الذي يحمله العقد هو في أضيق الحدود. غير أنه بلغة المشتقات تعتبر التغطية غير كاملة، نظرا لعدم تطابق تاريخ دفع قيمة الشحنة مع تاريخ تسليم العقد المستقبلي غير أن هذا ليس المصدر الوحيد لمخاطر التغطية للحالة التي نحن بصدها، ذلك أن القيمة المطلوبة هي 16,1556 مليون ين، في حين أن عدد الوحدات داخل العقد الواحد هو 12,5 مليون ين، وهو ما يعني أن شراء عقد واحد لا يكفي، كما أن شراء عقدين يعني شراء أكثر مما هو مطلوب. ونظرا لأن القيمة المطلوبة هي الأقرب لعدد عملات الين في عقد واحد، فقد انتهى المستورد إلى شراء عقد واحد يسلم في شهر جوان بسعر صرف قوامه 0,008728 دولار للين الواحد.

وبوصول الشحنة في شهر ماي، كان سعر الصرف للين في السوق الحاضر قد ارتفع إذ أصبح 0,008758 دولار للين، في حين بلغ سعر العقد المستقبلي 0,008752 دولار للين.

ففي ظل غياب التغطية كانت ستصبح التكلفة الفعلية للصفحة 141491 دولار، صحيح أنه في ظل التغطية لزم على المستورد شراء احتياجاته من الين من السوق الحاضر وهو مبلغ قدره 141491 دولار، إلا أنه حقق مكاسب من تسوية مركزه في سوق العقود قدرها 300 دولار، لتصبح القيمة الصافية المدفوعة 141094 دولار.

مثملا يدخل البعض لسوق العقود المستقبلية باستخدام أسعار الصرف للتغطية يدخلها بعضهم لغرض المضاربة، وتحقيق الربح من خلال فروق الأسعار ليس إلا.

تقييم عقود الخيار

1. وهي اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية كالسلع المختلفة وقد تكون تخيلية أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة وعملات أجنبية أو بعض المؤشرات، وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفين يعرف بسعر الخيار (أو التسليم). وعقد الخيار هو عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو البائع بإعطاء أحد الطرفين العقد الحق (وليس التزام) في أن يشتري منه أو يبيع له شيء ما (سلعة أو أداة مالية) بسعر معين وخلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين، ولذلك يشار إلى محرر عقد الخيار على أنه بائع الخيار، وهو يعطي هذا الحق للمشتري في مقابل مبلغ من المال يسمى سعر الخيار أو مكافأة (علاوة) الخيار والسعر الذي يباع أو يشتري به الأصل يسمى سعر التنفيذ. ويمكن تصنيف عقود الخيار لعدة أنواع بناء على الأسس التالية:

أ. أنواع عقود الخيار على أساس نوع الصفقة:

• **عقود خيار الشراء:** وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه الحق يسمى بالعلاوة أو سعر الخيار. كما أنه سوف ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

• **عقود خيار البيع:** وهو اتفاق يعطي مشتري هذا الخيار - وهو مالك الأوراق المالية- الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر معين خلال فترة محددة، وليس عليه إجبار بالبيع فهو بالخيار، أما قابض ثمن الخيار فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر مشتري هذا الحق البيع بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة.

ب. أنواع عقود الخيار على أساس تاريخ الاتفاق أو التنفيذ:

• **عقد الخيار الأمريكي:** عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدود من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.

• **عقد الخيار الأوروبي:** هو ذلك العقد الذي يعطي الحق لمشتري الخيار الحق في الشراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد.

ج. أنواع عقود الخيار حسب التغطية:

• **عقود الخيار المغطاة:** هي عقود يمتلك فيها محرر العقد أو البائع الأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد في حالة عقد خيار الشراء. أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طوالب بتنفيذ العقد، وكان العقد خيار بيع.

• **عقود الخيار غير المغطاة:** هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد أو البائع الأصول موضوع العقد، إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري إذا كان عقد خيار الشراء. أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه، إذا كان عقد خيار بيع.

أمثلة حول أنواع عقود الخيار:

أ. عقد خيار الشراء: نفرض مستثمرا يتوقع ارتفاعا للقيمة السوقية لسهم ما، ومن ثم فقد قام بشراء عقد خيار شراء على ذلك السهم (100 سهم) بتاريخ 30 ماي وبسعر تنفيذ \$60 وفي المقابل علاوة قدرها \$3 عن السهم الواحد. ويوضح الجدول التالي قيمة العقد وأرباح كل من المشتري والمحرر في ظل أسعار مفترضة للسهم في تاريخ التنفيذ.

الجدول رقم (02): يوضح أرباح وخسائر للطرفين في عقد خيار الشراء

القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ (\$)	ربح (الخسارة) المشتري	الربح (الخسارة) المحرر
64	1	1-
63	0	0
61	2-	2
60	3-	3
59	3-	3

والآن نفرض أن توقعات المستثمر أي المشتري قد تحققت وارتفعت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ لتصل إلى \$64، حينئذ يكون من حقه أن يطلب تنفيذ العقد، ليحصل من محرر العقد على الأسهم التي يتضمنها العقد، بسعر يعادل سعر التنفيذ أي \$60 للسهم. وطالما أن القيمة السوقية للسهم تبلغ \$64، فلو لم يوجد العقد لاضطر المستثمر شراء السهم من السوق بسعر \$64، غير أنه بفضل وجود العقد يمكنه شراء السهم من المحرر بسعر \$60، مما يوفر عليه \$4، وبدلا من أن يتم دفع القيمة واستلام الأسهم يقوم المحرر بدفع فرق السعر وقدره \$4 لمشتري العقد وتنتهي العملية بالتسوية نقدية. ولما كان المشتري قد سبق له أن دفع للمحرر مكافأة غير قابلة للرد قدرها \$3، فإن مكاسبه الصافية عن عقد خيار الشراء على سهم واحد هي \$1، وهو ما يمثل في نفس الوقت خسارة صافية للمحرر. ويمكن تلخيصها فيما يلي:

السعر السوقي أعلى من سعر التنفيذ بأكبر من قيمة العلاوة ولتكن (\$64) ← ربح لمشتري الخيار بمقدار فرق السعر السوقي عن سعر التنفيذ مع العلاوة (\$1 = 63 - 64) ← ينفذ العقد

← الأرباح غير محدودة طالما استمر السعر بالارتفاع.

ويظل العقد قابل للتنفيذ حتى لو كانت القيمة السوقية للسهم \$61، فالفرق بين القيمة السوقية وقيمة التنفيذ موجبة، وتساوي دولار واحد. وحيث أن المشتري قد سبق له دفع العلاوة قوامها \$3، فسوف تتمثل خسائره في دولارين، تذهب لصالح المحرر. أي:

السعر السوقي أعلى من سعر الممارسة بأقل من العلاوة (\$61) ← تنحصر خسارة المشتري بمقدار الفرق مع العلاوة (\$2 = 61 - 63) ← ينفذ العقد لأن الخسارة محدودة بالفرق.

أما الآن عندما يكون سعر السهم في السوق يساوي سعر التنفيذ (\$60) مضافا إليه قيمة المكافأة (\$3)، أي عندما يكون سعر السهم في السوق \$63. فعند ذلك السعر لا يحقق طرفي العقد ربحا كما لن يتعرض للخسارة. إذن:

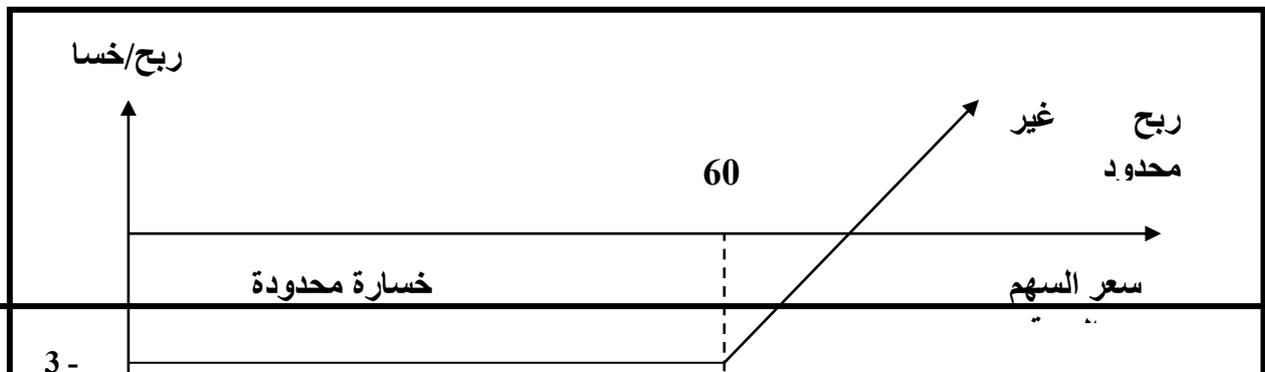
سعر السوق أعلى من سعر الممارسة بسعر العلاوة (\$63) ← ينفذ الخيار ← لا خسارة ولا ربح.

أما لو كانت القيمة السوقية للسهم مساوية لسعر التنفيذ فله خيار التنفيذ أو لا فالخسارة ستكون واحدة أما أقل من سعر التنفيذ فلن ينفذ العقد ويخسر المشتري قيمة العلاوة لصالح المحرر، وذلك عندما كانت القيمة السوقية للسهم أقل \$60. فعند قيمة \$59 لن يكون هناك للعقد قيمة، ولن يكون من صالح المشتري تنفيذ العقد. فلماذا ينفذ ويشتري السهم من المحرر بسعر التنفيذ أي \$60، طالما في إمكانه شراؤه من السوق بسعر \$59، خاصة وأنه يدرك أن العلاوة قد ضاعت عليه سوا نفذ العقد أو لم ينفذه. ومنه:

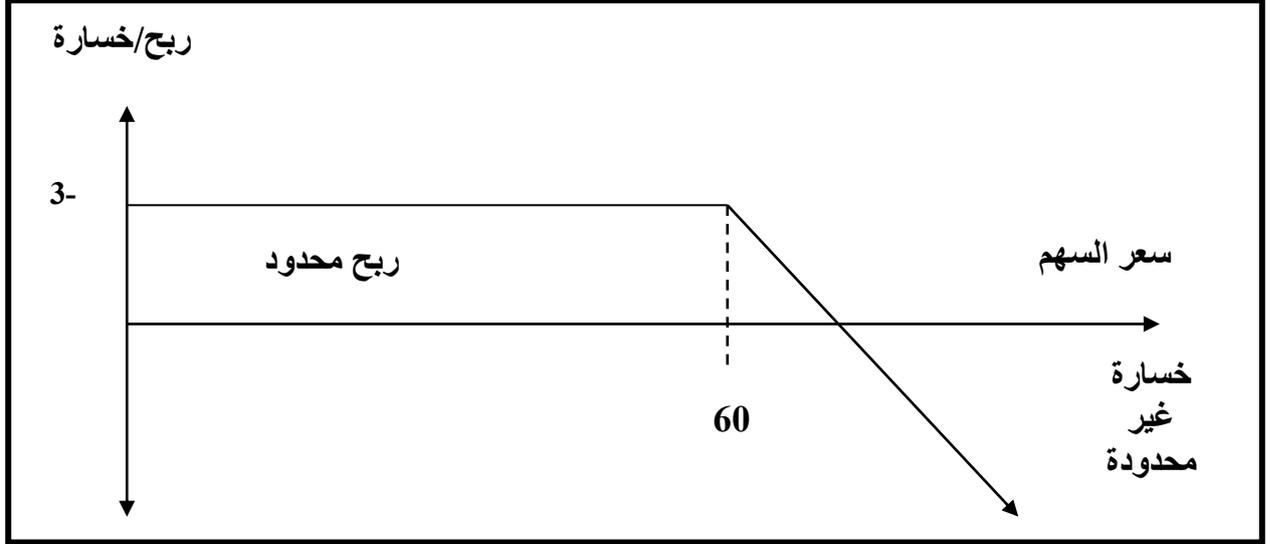
السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ (\$59) ← لا ينفذ الخيار ← وتنحصر خسارة المشتري بمقدار العلاوة المدفوعة ← خسارة محدودة مهما انخفض السعر السوقي.

السعر السوقي يساوي سعر التنفيذ (\$60) ← ينفذ الخيار أو لا ينفذ لأنه في كلتا الحالتين تنحصر الخسارة في قيمة العلاوة. والمنحنيات البيانية التالية توضح جميع الحالات السابقة

الشكل رقم (06): منحني يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار الشراء



الشكل رقم (07): منحنى يوضح أرباح وخسائر محرار عقد خيار الشراء



ملاحظة:

عائد الخيار لمشتري خيار الشراء = السعر السوقي للأصل محل العقد - (سعر التنفيذ + العلاوة)

إذا كان العائد موجب فهو ربح \longleftarrow تنفيذ العقد
إذا كان العائد صفر \longleftarrow لا ربح ولا خسارة لمشتري الخيار \longleftarrow تنفيذ العقد
إذا كان العائد سالب لكن أقل من قيمة العلاوة \longleftarrow الخسارة محدودة بالفرق \longleftarrow تنفيذ العقد
إذا كان العائد سالب لكن مساوي لقيمة العلاوة \longleftarrow الخسارة بقيمة العلاوة \longleftarrow له حرية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه
إذا كان العائد سالب لكن أكبر من قيمة العلاوة \longleftarrow الخسارة محدودة بقيمة العلاوة \longleftarrow لا ينفذ العقد

ب. عقد خيار البيع: نفرض قيام مستثمر بشراء عددا من الأسهم بسعر 100€، حيث تشير التوقعات إلى أنه قد اضطر إلى بيع تلك الأسهم في أول شهر ماي القادم، كما تشير تلك التوقعات إلى احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية (الأسهم) في شهر ماي، ولتجنب هذه المخاطر قام المستثمر بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لشراء هذه الأسهم في شهر ماي وذلك بالسعر السائد في السوق. ووفقا للنصوص الاتفاق ينبغي على المستثمر أن يدفع 7€ كمكافأة للطرف الآخر عن كل سهم. والجدول التالي يوضح مستويات الأسعار

الجدول رقم (03): يوضح مستويات السعر السوقي السهم الواحد وأرباح وخسائر الطرفين

القيمة السوقية للسهم في تاريخ التنفيذ (€)	ربح (الخسارة) المشتري	الربح (الخسارة) المحرر
90	3	-3
93	0	0
94	-1	1
100	-7	7
120	-7	7

1. إذا انخفض سعر السهم في يوم أول ماي إلى 90€: يلاحظ أن سعر السهم قد انخفض وبالتالي قرار (توقعات) المستثمر قد صدقت، إذن فربح أو خسارة مشتري عقد خيار البيع (البائع) هي: [3=7-10]، وبناء على ذلك فإن قرار المستثمر هو تنفيذ الاتفاق (حقوق ربح قدره 3 €) أما قرار محرر عقد الخيار فيتوقف حسب تصرف المشتري، وفي هذه الحالة يمكن حساب مكسب أو خسارة المحرر كما يلي:

$$\text{الربح/الخسارة} = (\text{سعر السوق} + \text{المكافأة}) - \text{سعر التنفيذ}$$

$$= 100 - (7 + 90) = 3 \text{ €}$$

إذا فخصائر المحرر تصل إلى 3 € وهي تعادل تمام أرباح مشتري العقد. ويمكننا تلخيصها كالتالي:
السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ بأكثر من قيمة العلاوة (90 €) \leftarrow ينفذ العقد \leftarrow ربح لمشتري الخيار (3 €)
 \leftarrow الأرباح غير مرتبط باستمرار الانخفاض.

2. إذا انخفض سعر السهم في يوم أول ماي إلى 93 €: أما هنا نلاحظ انخفاض سعر السهم وذلك حسب توقعات المستثمر وبالتالي تكون أرباح أو خصائر مشتري عقد خيار البيع [0 = 7 - 7]، هذا يعني أن المستثمر لا يحقق لا ربح ولا يتحمل خسارة وبالتالي يستطيع تنفيذ الخيار أو لا ينفذه. أما أرباح وخصائر بائع عقد الخيار هي كالتالي:

$$\text{الربح/الخسارة} = (7 + 93) - 100 = 0$$

وهنا بائع عقد الخيار لا يحقق الربح ولا يلحق به أية خسارة.

سعر السوق أقل من سعر الممارسة بسعر العلاوة (93€) \leftarrow ينفذ الخيار أو لا \leftarrow لا خسارة ولا ربح.
3. إذا ارتفع سعر السهم في يوم أول ماي إلى 120 €: أما هنا نلاحظ ارتفاع سعر السهم وبالتالي لم تصدق توقعات المستثمر وعليه هنا عدم تنفيذ العقد ومنه فربح أو خسارة المشتري هي: [0 = 7 - 7] € ويحقق المستثمر في هذه الحالة خسارة تصل إلى 7 € وتتمثل في قيمة المكافأة التي دفعها للمحرر.

طالما أن المستثمر لن ينفذ الاتفاق فواقع الحال أن المحرر أيضا لن ينفذ الاتفاق، وتتمثل الأرباح التي يحصل عليها المحرر في هذه الحالة في مقدار المكافأة 7 € عن كل سهم ويمكن حسابه كالتالي:

$$\text{الربح/الخسارة} = (7 + 100) - 100 = 7 \text{ €}$$

وهنا أيضا نلاحظ أن خصائر مشتري العقد هي نفسها أرباح محرر العقد. إذن:

السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ (120€) \leftarrow لا ينفذ الخيار \leftarrow وتنحصر خسارة المشتري بمقدار العلاوة المدفوعة \leftarrow خسارة محدودة مهما ارتفع السعر السوقي.

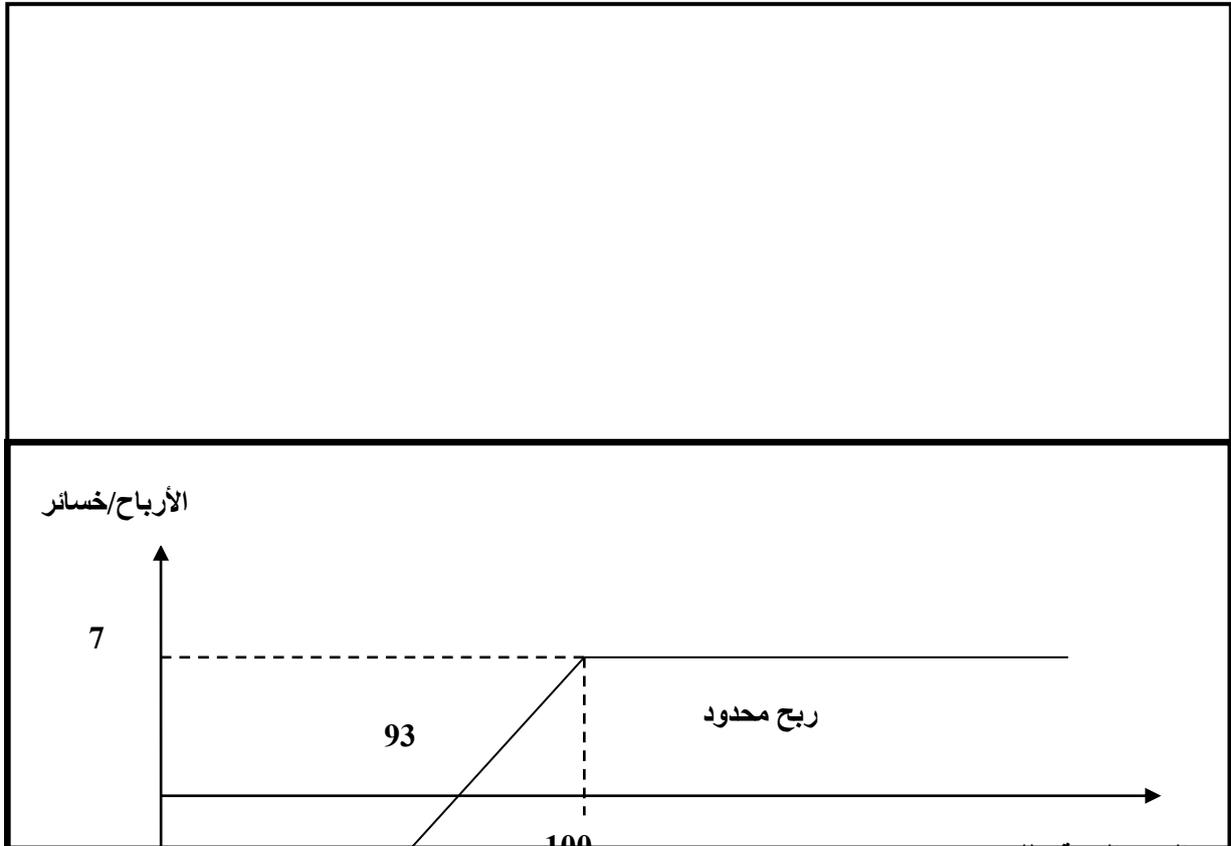
4. إذا انخفض سعر السهم في يوم أول ماي إلى 94 €: إذن فربح أو خسارة مشتري عقد خيار البيع هي: [6 - 7 = 1 - 1] €. إذا تقدر خصائر المشتري 1 € وبالتالي عليه التنفيذ لأن الخسارة هنا تكون محدودة فقط بـ 1 €. أما مشتري عقد خيار البيع يحقق ربح يقدر بـ: [1 = 100 - (7 + 94) €]

السعر السوقي أقل من سعر الممارسة بأقل من العلاوة (94 €) \leftarrow تنحصر خسارة المشتري بمقدار الفرق مع العلاوة (93-94=1 €) \leftarrow ينفذ العقد فالخسارة محدودة بالفرق (أقل من قيمة العلاوة).

5. أما إذا لم يتغير سعر السهم في 1 ماي أي 100 €: نلاحظ هنا عدم تغير في سعر السهم وبقي 100 € في تاريخ التنفيذ لذلك ستكون أرباح أو خصائر مشتري عقد خيار البيع هي: [0 = 7 - 7] €. وهنا تكون الخسارة مساوية لقيمة العلاوة لذلك يكون نفس الخسارة إذا نفذ العقد أو لم ينفذ.

أما أرباح وخسائر بائع عقد الخيار هي كالتالي:
الربح/ الخسارة = $(7 + 100) - 100 = 7$ €
إذن السعر السوقي يساوي سعر التنفيذ (100 €) ← **ينفذ الخيار أو لا ينفذ** لأنه في كلتا الحالتين تنحصر الخسارة في قيمة العلاوة.

الشكل رقم (08): منحنى يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار البيع



ملاحظة:

عائد الخيار لمشتري خيار البيع = (سعر التنفيذ - العلاوة) - السعر السوقي للأصل محل العقد

إذا كان العائد موجب فهو ربح ← تنفيذ العقد
إذا كان العائد صفر ← لا ربح ولا خسارة لمشتري الخيار ← تنفيذ العقد
إذا كان العائد سالب لكن أقل من قيمة العلاوة ← الخسارة محدودة بالفرق ← تنفيذ العقد
إذا كان العائد سالب لكن مساوي لقيمة العلاوة ← الخسارة بقيمة العلاوة ← له حرية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه
إذا كان العائد سالب لكن أكبر من قيمة العلاوة ← الخسارة محدودة بقيمة العلاوة ← لا ينفذ العقد

تقييم وتسعير عقود المبادلة

أولاً. مفهوم عقود المبادلة: هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...).

وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية هي: طرفي العقد، الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة، قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة، العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات، السعر الأجل لمبادلة الأصل المتفق عليه، مدة سريان العقد.

فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضا مليون دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات، وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي يعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد مليون دولار، وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات.

وترتبط التدفقات النقدية التي تدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان للمبادلات هما مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة.

وعلى الرغم من توسع عقود المبادلات لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تتركز في أدوات دين وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة عملات.

ثانياً. مبادلة أسعار الفائدة:

1. مفهوم مبادلة أسعار الفائدة: هي اتفاقية بين طرفين يوافقان بموجبها على تبادل مدفوعات الفائدة وفقا لصيغ معينة. أي أنها عقد بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر معوم بأخرى مرتبطة بسعر ثابت، وتحسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهما.

والهدف الرئيسي من استخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك مثلا عندما تتفق مؤسسة مصدرة السندات سبق وأن أصدرت سندا ولكن بكوبون متغير على تبادل دفع الفائدة ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى وذلك دون مساس بالالتزام أي منهما (السند). والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق أو العقد هو أن كلا منهما قد نظر للمشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقا لظروفها وتوقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، ورأت المؤسسة الثانية العكس وبأن مصلحتها طبقا لظروفها وتوقعاتها تقضي استبدال معدل فائدة متغير بمعدل فائدة ثابت وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند انجاز عقد المبادلة.

ويجب أن تكون مدفوعات الفوائد عموما متزامنة عند التبادل وبنفس العملة، فليس من ممكن أن تكون الالتزامات المتبادلة لا تتوافق في الوقت المناسب، لأن معدل المرجعي لمدة مختلفة. إذا أخذنا على سبيل المثال تبادل معدل فائدة LIBOR كل 3 أشهر، ومعدل الفائدة الثابت يدفع كل 12 شهرا. فيجب أن نجعل معدل الفائدة الثابت مثلا على أساس 3 أشهر.

لنفرض أنه في فيفري 2010، سعت شركة إلى تحويل دينها البالغ مليون دولار بسعر فائدة ثابت 7% مستحقة الدفع بصورة نصف سنوية ويحل موعد استحقاقه في فيفري 2012 إلى معدل متغير ودخلت الشركة في مبادلة فائدة مدتها عامان تقبض بموجبها معدلا ثابتا وتدفع معدلا متغيرا. وأثناء أجل اتفاقية المبادلة وهو عامان، سوف تقبض الشركة مدفوعات الـ 7% على رصيد أصل الدين البالغ مليون دولار، هذه المقبوضات سوف تقابل دفعات الفائدة التي تسدها الشركة لمقرضها، وسوف تدفع الشركة مبلغ فائدة متغير إلى الطرف المقابل في المبادلة على LIBOR لستة أشهر سيطبق على نفس رصيد أصل الدين البالغ مليون دولار، ذلك المعدل سوف يعاد تقريره في نهاية كل فترة 6 أشهر ووقت توقيع الاتفاقية كان LIBOR 6%.

الجدول رقم (04): أرباح طرفي عقد المبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة

الفترة	LIBOR	الفرق بنسبة للطرف الأول	الفرق بنسبة للطرف الثاني
1	6%	6 - 7 = 1 - % = 10000 دولار	7 - 6 = 1 = % = 10000 دولار

2	8%	7 - 8 = 1%	10000 دولار
3	7%	7 - 7 = 0%	
4	9%	7 - 9 = 2%	20000 دولار
		7 - 8 = 1%	10000 دولار
		7 - 7 = 0%	
		7 - 9 = 2%	20000 دولار

ثالثا. مبادلة العملات

1. مفهوم عقود مبادلة العملات: تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية (شهر، 2، 3، 6 أشهر، سنة)، كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فوريا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون إسترليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه. بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء. ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني. وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر. ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (rate Swap) أو هامش السعر الآجل ويبلغ في المثال: $2.10 - 2 = 0.10$ وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني، وسعر المبادلة ليس بسعر الصرف، وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة. وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف.

ولنفهم أكثر هذا التبادل نفرض بأن سعر الصرف الآني للدولار مقابل الدينار الجزائري 78/70 بينما كانت أسعار الفائدة المصرفية على الدينار الجزائري والدولار لمدة ستة أشهر على النحو التالي:

الدولار	الدينار الجزائري	الإيداع
5%	8.5%	
6%	10%	الإقراض

لنقم بحساب الهامش التبادلي وهو:

الهامش التبادلي = السعر الفوري x فرق الفائدة/100 x المدة/360

الهامش التبادلي شراء = $70 \times (8.5 - 6) / 100 \times 360 / 180 \times 0.5 = 1.75$ دج

إذن السعر الآجل/شراء = $70 + 0.875 = 70.875$ دج/دولار

الهامش التبادلي بيع = $78 \times (10 - 5) / 100 \times 360 / 180 \times 0.5 = 1.95$ دج

إذن السعر الآجل/بيع = $87 + 1.95 = 71.95$ دج/دولار

ومدلول الأسعار الآجلة المشار إليها في عقد المبادلة بأن بإمكان البنك (معطي السعر) أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الفوري قدره 70 دج/دولار، كما أن بإمكانه في نفس الوقت أن يعيد للعميل تسليم الدولار بعد 6 أشهر بسعر البيع الآجل وقدره 71,95 دج/دولار.

كما بإمكان أي بنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الفوري بـ 78 دج/دولار وفي الوقت نفسه يمكنه أن يعيد شراءه من العميل وتسلم بعد 6 أشهر بسعر آجل قدره 70,875 دج/دولار.