

1- سوق رأس المال : وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل الطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كألسهم، ويكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية طويلة الأجل، وسميت سوق رأس المال لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.<sup>(i)</sup>

1-2- تقسيمات سوق رأس المال حسب آجال العمليات: يقسم سوق رأس المال إلى قسمين أساسين هما:

1-1-2- السوق الحاضرة (الفورية): وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين، حيث يقوم المشتري بدفع الثمن كاملاً في الحال واستلام الأوراق المالية من البائع وفق الإجراءات المتبعة في هذه السوق، وتنتقل ملكية الأوراق فوراً عند إتمام إجراءات الصفقة.<sup>(ii)</sup>

2-1-2- السوق الآجلة: هي السوق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء لبعض أنواع الأوراق مثل (المشتقات المالية) في وقت لاحق في المستقبل، ويطلق عليها أسواق المشتقات المالية، وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المالية من الأدوات المالية محل العقد<sup>(iii)</sup>، وتنقسم بدورها إلى ثلاثة أسواق تتمثل في:

• خصائص سوق رأس المال: لهذه السوق عدة خصائص تميزها عن السوق النقدية منها:  
<sup>(iv)</sup> يختص سوق رأس المال عموماً بتداول الأوراق المالية طويلة الأجل.

• سوق رأس المال أكثر تنظيماً من السوق النقدي، لأن المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين.

• الاستثمار في سوق المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً.

• العوائد مرتفعة نسبياً لأسواق رأس المال مقارنة مع عوائد الاستثمار في السوق النقدي.

2- أوجه الاختلاف والتشابه بين سوق النقد وسوق رأس المال:

1-3- أوجه التشابه: يتفق سوق النقد وسوق رأس المال في أن كلا منهما يعد مجالاً للحصول على المال من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز.<sup>(v)</sup>

2-3- أوجه الاختلاف: يختلفان في آجال الاستحقاق والأدوات المالية التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل منهما، وفي الأدوات المالية التي يتم تداولها في كل سوق، وحجم الصفقة في كل سوق.

1-2-3- آجال استحقاق الأدوات المالية : يتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الأجل القصير، أي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما سوق رأس المال فيتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل الطويل، أي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.<sup>(vi)</sup>

2-2-3- المؤسسات المالية العاملة في كل منهما: فيأتي المصرف المركزي والمصارف التجارية في مقدمة المؤسسات المالية العاملة في أسواق النقد، بالإضافة إلى الوكلاء المختصين في التعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، أما في سوق رأس المال فأهم هذه المؤسسات، مصارف الاستثمار، والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية، مثل صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد، وشركات التأمين.

3-2-3- الأدوات المالية المتداولة: ففي سوق النقد يتم تداول شهادات الإيداع والأوراق التجارية، والقبولات المصرفية، وأذونات الخزينة، وغيرها، وأما في سوق رأس المال فيتم تداول الأسهم والسندات والمشتقات المالية.<sup>(vii)</sup>

ثانياً: تقسيم السوق المالية حسب الإصدار و التداول:

تنقسم السوق المالية بدورها من حيث الإصدار والتداول إلى:

1- السوق الأولية ( سوق الإصدار): وهي السوق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية الجديدة التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض إنشاء بعض المؤسسات أو توسيعها أو الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية.<sup>(viii)</sup>

ثالثاً: تقسيم السوق المالية حسب طبيعة التنظيم:

تنقسم هذه السوق من حيث طبيعة التنظيم إلى:

1- أسواق منظمة (البورصة): وتعرف أيضا بسوق الأوراق المالية وتخضع هذه السوق إلى جملة من القوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجرى التعامل بها في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام.<sup>(ix)</sup>

ومن خلال هذا العرض يمكن تعريف البورصة على أنها "سوق منظمة تقام في مكان ثابت، وتعتبر جزء من السوق الثانوي، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، وتحكمها لوائح وقوانين، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون

للاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا، بحيث يقوم السماسرة الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين<sup>(x)</sup>.

2- السوق غير المنظمة (سوق التداول خارج البورصة): تتم العمليات فيها خارج البورصات المنظمة، لأنه لا يوجد مكان مادي محدد لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، يتم من خلالها التفاوض وتحديد السعر آليا - بواسطة برامج خاصة بالحاسوب والموصول بشبكة الأنترنت- عن طريق قوى السوق (العرض والطلب)، ويتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تستوف شروط إدراجها في قوائم البورصة<sup>(xi)</sup>، وتنقسم هذه السوق إلى قسمين أساسيين هما:

1-2- السوق الثالث: هو جزء من السوق الغير المنظم يتكون من أعضاء من بيوت السمسرة خارج البورصة (من غير أعضاء البورصة)، يقومون بعمليات البيع والشراء بأي كمية لحساب عملائهم بتكاليف منخفضة نسبيا، يمكن التفاوض فيها، وتتميز بسرعة تنفيذ العمليات فيها، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، بينما أعضاء البورصة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات في السوق الغير منظم، ويكون من المتعاملين في هذه السوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد والاستثمار.<sup>(xii)</sup>

2-2- السوق الرابع: هو كذلك سوق يتم التعامل فيه خارج البورصة، وتتم التعاملات فيه عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد (رجال الأعمال أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة) الذين يتعاملون بأحجام كبيرة من الأوراق المالية، من غير وساطة بيوت السمسرة، ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات.<sup>(xiii)</sup>

### المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

تعتبر الأوراق المالية المتداولة في السوق الحاضرة من أهم أدوات التمويل، لأنها تمثل أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي أسهم أو سندات بحيث تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها.

أولاً: الأسهم:

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية الخاصة بالملكية المتداولة في السوق المالية:

1- تعريف السهم: هو عبارة عن صك قابل للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق معينة، حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في المؤسسة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية أو مختلطة.<sup>(xiv)</sup>

ثانياً: السندات (أدوات الدين):

تعتبر السندات أداة من أدوات الدين تلجأ إليها الدولة والمؤسسات لتمويل مشاريعها.

2- تعريف السند: يعرف على أنه وعد مكتوب من قبل المقرض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ استحقاق معين.<sup>(xv)</sup>

المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة في السوق الآجلة (المشتقات المالية)

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها توجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهماً ولا سندات، لأنها تجمع بين خصائصهما معاً؛ تعرف بالمشتقات المالية، وتنقسم إلى أربعة أقسام أساسية سيتم التطرق لها بالتفصيل من خلال هذا المطلب.

أولاً: تعريف المشتقات المالية: تعرف على أنها نوع من العقود المالية الفرعية التي تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية أخرى، سواء كانت أصول حقيقية أو مالية (يطلق عليه الأصل الأساسي)، وتتنوع هذه الأصول ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، ويتم المتاجرة بالمشتقات في السوق المنظمة (البورصة) أو مباشرة عبر شبكات الاتصال في السوق غير المنظمة، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أبرز أشكالها بروز أدوات مالية مشتقة مثل، عقود الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود المبادلة.<sup>(xvi)</sup>

رابعاً: أنواع المشتقات: تتفرع المشتقات المالية إلى أربعة أنواع رئيسية، أهمها العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة.

1- العقود المستقبلية:

1-1- تعريف العقود المستقبلية: للعقود المستقبلية عدة تعاريف نذكر منها:

1-1-1- التعريف الأول: هي عقود نمطية تعطي لحاملها الحق في

شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقا، ويتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل، ويحدد سعرها وقت إنشاء العقد، وتتم في سوق مالي منظم لهذه الغاية.<sup>(xvii)</sup>

مثال: إذا كانت صفقة تقدر بمبلغ 50 مليون ين ياباني، وكان سعر الصرف الجاري 0.009462 \$/ين بينما سعر التسوية الراهن لعقد مستقبلي على الين الياباني لثلاثة أشهر (0.009382 \$/ين) في حين أن معدل الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو (0.009284 \$/ين)، فإن أقام مدير الشركة أحد البديلين:

- البديل الأول هو عدم قيامه بأي تصرف والحصول على مستحقاته من الين بنهاية الأشهر الثلاثة حسب سعر الصرف السائد عندئذ، وهنا فهو يتحمل مخاطرة انخفاض قيمة الين مقابل الدولار.
  - البديل الثاني هو بيع عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر بسعر التسوية الراهن.
- 1- ماهي قيمة الخسارة التي تجنّبها المستثمر من خلال استثماره في السوق المستقبلية؟  
 - فإذا كان السعر الحاضر 0.009462 \$ /ين، وسعر التسوية بالعقد المستقبلي لثلاثة أشهر هو 0.009548 \$ /ين، فإن هذا المدير يكون قد اشترى المخاطرة بقيمة محددة من الآن وفقا للحساب التالي بافتراض أن سعر الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر 0.009605 \$/ين:  
 قيمة المدفوعات حاليا:  $473100 = 0.009462 \times 50.000.000$ .

2- ماهي قيمة تكلفة المخاطرة وخسائر العملة التي تجنّبها مدير الشركة؟  
 الحل:

والجدول التالي يوضح نتائج البديلين:

1- حساب قيمة الصفقة في السوق الحاضر والمستقبلية ومقارنتهما في الجدول التالي:

جدول رقم (03): بدائل التعامل في عقد مستقبلي

البديل الأول	البديل الثاني
الحصول على المستحقات بالمسار الطبيعي	الدخول في عقد مستقبلي
قيمة الصفقة بالدولار الآن: $473100 = 0.009462 \times 50.000.000$	قيمة الصفقة بالدولار الآن: $473100 = 0.009462 \times 50.000.000$
قيمة الصفقة بعد 3 اشهر من الآن بالدولار: $464200 = 0.009284 \times 50.000.000$	بيع عقد مستقبلي بسعر تسوية 0.009382 \$/ين
الخسارة الناتجة عن انخفاض الين: $8900 = 464200 - 473100$	قيمة العقد المستقبلي بعد 3 أشهر: $469100 = 0.009382 \times 50.000.000$

الخسارة الناتجة عن انخفاض الين: \$ 4000 = 469100 – 473100	
--	--

وهكذا يتضح أن استخدام العقد المستقبلي قد أدى إلى تخفيض الخسارة من \$ 8900 إلى \$ 4000.

فطالما أن السوق يعطي مؤشرا على هبوط الين، فإن بيع الحصيلة المتوقعة بعد 3 أشهر من الآن من خلال عقد مستقبلي يعني تجنب المزيد من الهبوط وبالتالي تخفيض الخسائر المحتملة بنسبة تقدر بـ (44.94%).

وبالتبع إن لم يتحقق هذا التوقع، وحدث تصاعد في تاريخ التسليم في سعر الين، فإن الفرق بين المتحصلات وبين حصيلة بيع العقد ستكون أعلى بسبب تزايد الين، وسيُنظر إليه على أنه بمثابة ثمن مدفوع لتجنب المخاطرة.

ومن ناحية أخرى، إذا افترضنا أن هذا المدير الأمريكي ملزم بدفع 50 مليون ين بعد 3 أشهر من الآن، وهناك توقع بتصاعد سعر الين مقابل الدولار، فعليه عندئذ شراء عقد مستقبلي على الين لتحجيم (تقليل) مخاطر تصاعد الين.

2- حساب قيمة تكلفة المخاطرة وخسائر العملة التي تجنبها مدير الشركة.

- لدينا من معطيات التمرين:

• قيمة المدفوعات لسعر الصرف المتوقع:  $480250 = 0.009605 \times 50.000.000$ .

- قيمة العقد المستقبلي على الين:  $477400 = 0.009548 \times 50.000.000$ .

وهكذا فإن مدير الشركة يكون قد تجنب المخاطرة بتكلفة قدرها:  $4300 = [473100 - 477400]$ .

- كما أنه إذا تحقق السعر المتوقع فيكون المدير قد خفض خسائر العملة من  $480250 - [473100 = (\$7150)]$  إلى  $(\$4300)$ .

وتحدر الإشارة إلى أن المضاربين ينجذبون إلى سوق العقود المستقبلية للعملة عندما يعتقدون أن السعر الجاري للعقود المستقبلية يختلف بشكل ملموس عن ذلك السعر الخاص الذي يتوقعونه في تاريخ التسليم.<sup>(1)</sup>

## 2- عقود الخيار

2-1- مفهوم عقود الخيار: تعتبر عقود الخيار واحدة من الأدوات الاستثمارية الهامة التي

يستخدمها المستثمرون لحماية استثماراتهم من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، كما أنها تمثل أحد السبل التي يلجأ إليها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح.

3-1-1- تعريف عقود الخيار: وتعرف على أنها "عقد بين طرفين أحدهم مشتري الخيار والآخر بائع (محرر الخيار) ويكون للطرف الأول الحق في أن يشتري من الطرف الثاني (إذا رغب) أو أن يبيع له (إذا رغب) أصلاً معيناً ، بسعر معين، في تاريخ معين حسب الاتفاق مقابل أن يدفع الطرف الأول (المشتري) علاوة للطرف الثاني (محرر العقد)، حيث تعتبر هذه العلاوة بمثابة سعر لحق الخيار، وتسري عقود الخيار على الأوراق المالية كألسهم والسندات وعلى مؤشرات السوق المالية وعلى العملات الأجنبية،".<sup>(xviii)</sup>

### 3-2-1- الخيار حسب نوع الحق الذي يمنحه الخيار:

3-2-1-1- خيار الشراء: هو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء أصل مالي معين خلال فترة محددة وبالسعر المحدد في العقد، وعليه فإن هذا العقد يلزم البائع (محرر العقد) ببيع الأصل لمشتري الخيار إذا رغب في الشراء.<sup>(xix)</sup>

3-2-1-2- خيار البيع: هو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل مالي معين خلال فترة محددة وبالسعر المحدد في العقد، وعليه فإن هذا العقد يلزم البائع (محرر العقد) بشراء الأصل من مشتري الخيار إذا رغب في البيع.<sup>(xx)</sup>

3-2-1-3- عقد الخيار المزدوج: هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهن بمصلحه المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة التعاقد كان مشترياً، وإذا انخفضت كان بائعاً.<sup>(xxi)</sup>

مثال: حول خيار الشراء:

مثال<sup>(1)</sup>: مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار شراء أوروبي لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 دج للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 دج للسهم.

بالنسبة لهذا المثال فإن المستثمر يشتري الخيار بسعر 5 دج  $\times$  100 سهم = 500 دج (العلاوة) ويتفق مع البائع على سعر ممارسة (السعر المذكور في العقد) هو 100 دج.

وهنا يكون أمام هذا المستثمر ثلاث حالات للتصرف في نهاية صلاحية العقد.

الحالة (1): نفرض أن سعر السهم السوقي ينخفض إلى 98 دج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم 100 دج في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بـ 98 دج فقط ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة

متمثلة في 2 دج للسهم بالإضافة إلى العلاوة.

أما في حال عدم تنفيذه يخسر فقط العلاوة أو المكافأة المبدئية وهي 500 دج.

الحالة (2): بفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 دج في تاريخ نهاية الصلاحية، في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء 100 سهم بسعر 100 دج في حين يباع في السوق بمبلغ 115 دج، وهنا يحقق ربحاً يتمثل في:

$$115 - 100 = 15 \text{ دج للسهم الواحد و العائد الإجمالي (الربح) } = 15 \times 100 \text{ سهم} = 1500 \text{ دج}$$

$$\text{أما الربح الصافي} = \text{العائد} - \text{الخلاوة} = 1500 - 500 = 1000 \text{ دج}$$

الحالة (3): يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة، وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في حد ذاته.

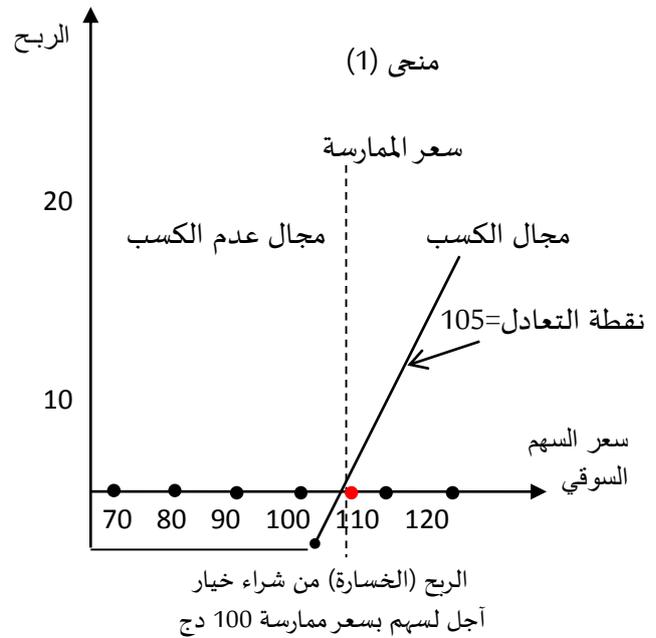
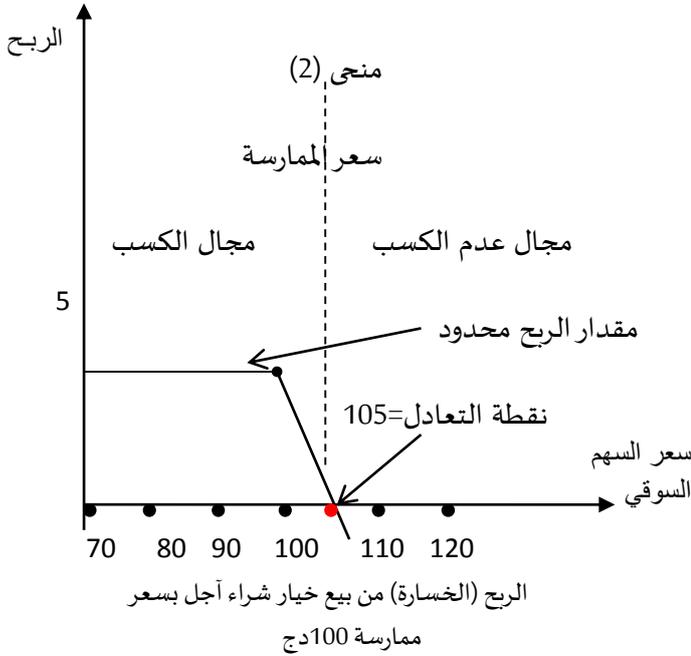
هذا بالنسبة للمشتري

- أما بالنسبة للبائع:

- في الحالة الأولى يتحصل على عائد أو ربح ثابت وهو العلاوة أي 500 دج .

- في الحالة الثانية: يتكبد خسارة متمثلة في: العلاوة - الخسارة الكلية = 500 - 1500 = 1000 دج

ويمكن تمثيل المثال بالمنحنى التالي الشكل رقم (1): الذي يمثل طبيعة عمل عقود خيار الشراء



• بالنسبة للمنحنى الأول:

- نلاحظ من خلال المنحنى (1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم

السوقي > سعر الممارسة وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

- في حالة ارتفاع السعر السوقي عن سعر الممارسة يقوم بالتنفيذ رغم تعرضه لخسارة في المجال [100-105] فمثلا إذا كان السعر السوقي 102 دج فإن الربح يتمثل في: 2 دج  $\times$  100 سهم = 200 دج والربح الصافي = 200 - 500 = -300 (خسارة) إلى أن يبلغ السعر السوقي نقطة التعادل حيث لا يحقق المشتري أي ربح ولا خسارة وبعد ارتفاع السعر عن نقطة التعادل فإن المشتري يبدأ في تحقيق أرباح.

- عند السعر 106 العائد =  $6 \times 100 = 600$  دج و الربح الصافي =  $600 - 500 = 100$  دج.

• بالنسبة للمنحنى (2):

- فإن البائع يحصل على أرباح متمثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد أي إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر الممارسة.

- وتبدأ أرباحه في الانخفاض إذا ما بدأ المشتري في تنفيذ عقده وذلك إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من سعر الممارسة، لأن البائع هنا يقوم ببيع الأسهم بسعر أقل مما هو موجود في السوق، أما عند نقطة التعادل فلا يحقق لا ربح ولا خسارة.

- عند نقطة التعادل: 105 دج - 100 (سعر الممارسة) = 5 دج (قيمة الخسارة).

$5 \times 100$  (سهم) = 500 دج الربح (الخسارة) =  $500 - 500 = 0$  وبالتالي الخسارة تتمثل في قيمة العلاوة.

مثال: حول خيار البيع: (1)

نفترض أنه أعلن عن بيع خيار بيع لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو 50 دج وبعلاوة 75 دج (كلية)، وهنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع وهي 75 دج، نأخذ الحالات التالية:

• إذا كان سعر السهم السوقي 45 دج: هنا يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لبائع العقد (محرره) بسعر 50 دج، في حين يستطيع شراءها من السوق بـ 45 دج للسهم.

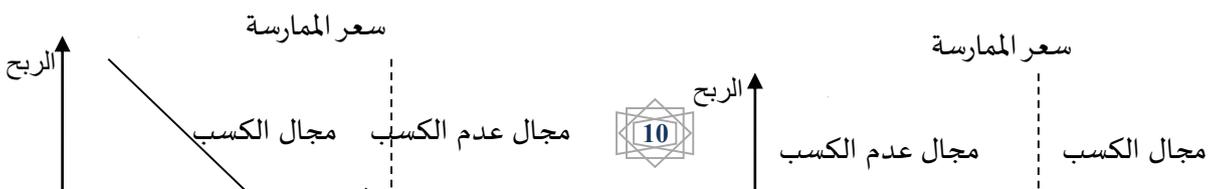
$$50 - 45 = 5 \text{ دج للسهم و الربح الكلي} = 5 \times 100 = 500 \text{ دج و الربح الصافي} = 500 - 75 = 425$$

في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة متمثلة في  $(500 - 75 = 425 \text{ دج})$

• إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من 50 دج مثلا 60 دج: في هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع ويخسر فقط العلاوة وهي 75 دج.

أما البائع فيحصل على ربح ثابت وهو العلاوة، ويمكن تمثيل هذا المثال أيضا بمنحنيات بيانية:

شكل رقم (2) : طبيعة عمل عقود خيار البيع



• نلاحظ من خلال المنحنيات:

- أنه إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من سعر الممارسة فإن المشتري العقد يقوم بتنفيذ حقه ببيع 100 سهم بسعر 50 دج.
- مثلا عند السعر 40 دج: يربح المشتري 10 دج للسهم  $\times$  100 سهم = 1000 دج  
أي الربح الصافي:  $1000 - 75 = 925$  دج
- بالنسبة للبائع فإنه يخسر قيمة الربح الصافي للمشتري لأنه يشتري أسهم بسعر 50 دج في حين تباع في السوق بـ 40 دج فقط، أي الخسارة 1000 دج.
- أما عند بلوغ نقطة التعادل وهي سعر الممارسة - العلاوة فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان ربحا ولا خسارة، لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49,25.
- $50 - 49.25 = 0.75 =$  الربح (الخسارة)  $= 0.75 - 0.75 = 0$ ، وبالتالي الخسارة تتمثل في قيمة العلاوة.
- أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة ففي هذه الحالة فإن المشتري لا ينفذ العقد ويتكبد خسارة متمثلة في سعر الخيار (العلاوة) أي 0.75 للسهم، أما البائع فيحقق ربحا وهو قيمة العلاوة.

1-2- تعريف العقود الآجلة: هي نوع من العقود الشخصية (غير نمطية) التي تداول في السوق

غير المنظمة، بحيث يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري سلعة أو أصلا ماليا محل التعاقد في تاريخ لاحق "يوم التصفية"، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ<sup>(\*)</sup>، وتتم تسوية

العقد في تاريخ الاستحقاق (يوم التصفية) الذي تتحقق فيه الربح والخسارة.<sup>(xxii)</sup>

مثال: باع احد التجار في يوم 01/01/2017، 50 سهم من أسهم شركة ما بـ 100 دج، على أن يسلمها في موعد التصفية القادم، وليكن 30/01/2017 على أمل أن تنخفض الأسعار في يوم التصفية، بحيث يشتريها عند ذلك ويسلمها للطرف الثاني ويربح الفارق.

1- لو تحققت توقعاته وانخفضت الأسعار يوم التصفية إلى 98 دج، فما هو مقدار الأرباح التي سيجنيها؟

2- وإن لم تتحقق توقعاته يوم التصفية وترتفع الأسعار إلى 103 دج، فما هو مقدار الخسائر التي سيتكبدها؟  
الحل:

1- إذا انخفضت الأسعار في يوم التصفية إلى 98 دج، فإنه سيأمر السمسار بأن يشتري تلك الأسهم من السوق بهذا السعر السائد، ويقبض الفرق من السمسار، وهو 100 دج (  $100 - 98 = 50 \times 100$  دج دون أن يسلم أسهم أو يتسلم ثمنها).

2- إذا ارتفعت الأسعار في يوم التصفية إلى 103 دج، فإنه سيأمر أيضا السمسار بأن يشتري تلك الأسهم من السوق بهذا السعر، ويدفع الفرق إلى السمسار والمقدر بـ 150 دج، أي (  $103 - 100 = 50 \times 100$  دج).

ويلجأ البائع إلى هذه الوسيلة إذا رأى أن الأسعار قد انخفضت إلى حد يتوقع أنها لن تنخفض أكثر من ذلك، ويخشى أن تعود إلى الارتفاع، فيلجأ إلى الشراء للمحافظة على الربح المتحقق، وكذلك إذا رأى الأسعار في ارتفاع يخشى معه أن ترتفع أكثر، فيلجأ إلى الشراء للتقليل من خسارته قدر الإمكان.

مثال 2: اشترى احد التجار في يوم 01/01/2016، 50 سهم من أسهم شركة ما بـ 100 دج، على أن يتسلمها في موعد التصفية القادم، وليكن 30/01/2016 على أمل أن ترتفع الأسعار في يوم التصفية، بحيث يبيعها عند ذلك ويربح الفرق.

1- لو تحققت توقعاته وارتفعت الأسعار يوم التصفية إلى 110 دج، ما هو مقدار الأرباح التي سيجنيها؟

2- وإن لم تتحقق توقعاته يوم التصفية وتنخفض الأسعار إلى 95 دج، فما هو مقدار الخسائر التي ستتكبدها؟  
الحل:

1- إذا ارتفعت الأسعار في يوم التصفية إلى 110 دج، فإنه سيأمر السمسار بأن يبيع تلك الأسهم في السوق بهذا السعر، ويقبض الفرق من السمسار، وهو 500 دج (  $110 - 100 = 50 \times 500$  دج دون أن يسلم أسهم أو يتسلم ثمنها).

2- إذا انخفضت الأسعار في يوم التصفية إلى 95 دج ، فإنه سيأمر أيضا السمسار بان يبيع تلك الأسهم في السوق بهذا السعر، ويدفع الفرق إلى السمسار والمقدر بـ 250 دج، أي  $(100-95) \times 50 = 250$  دج.

ويلجأ المشتري إلى هذه الوسيلة إذا رأى أن الأسعار قد ارتفعت إلى حد يتوقع أنها لن ترتفع أكثر من ذلك ، ويخشى أن تعود إلى الانخفاض، فيلجأ إلى البيع للمحافظة على الربح المتحقق، وكذلك إذا رأى الأسعار في نزول يخشى معه أن تنزل أكثر، فيلجأ إلى البيع للتقليل من خسارته قدر الإمكان.

### 3- عقود المبادلات (المقايضات):

3-1- تعريف عقد المبادلة: عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهد الطرفان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر ، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها، وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول.<sup>(xxiii)</sup>

نتيجة: عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، أيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة، ويمكن توضيح آلية عمله في المثال التالي:  
مثال: نفترض أن مستثمراً أمريكياً متميزاً يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفضيلي "مميز"، غير أنه يريد تمويل استثماره في اليابان قدره 10 مليارات ين ياباني، وكانت تكلفة تديره لهذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75% وهي تكلفة مرتفعة بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الياباني على قرض مماثل وليكن 7.25%.

كما سنفترض أن مستثمراً يابانياً يرغب في تمويل استثماره في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون دولار، وكانت تكلفة تديره لهذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك تبلغ 7% وهي تكلفة مرتفعة نظراً لعدم سبق تواجد المستثمر الياباني في السوق الأمريكية، وذلك بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الأمريكي على قرض مماثل والذي يبلغ 6.5% فقط.

في هذا المثال نلاحظ أنه تتحقق منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين، إذا ما اتفقا سويا واقترض كل منهما من معرفة المحلي قرضاً بعملته الوطنية بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي ثم يتم مبادلة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات، ولكن هناك مخاطر تتمثل في تغير أسعار الصرف بين الدولار و الين، وكذلك كل المخاطر الائتمانية التي تترتب على إخفاق أي من المقترضين في الوفاء بالتزامه قبل الطرف الآخر. ولتجنب هذه المخاطر، يمكن للمقترضين اللجوء إلى أحد البنوك لإبرام عقد مبادلة العملات بينهما لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وكذلك تغطية المخاطر الائتمانية في مقابل دفع عمولة للبنك تقدر بـ (0.125%) مثلاً، وبذلك يكون كل من الطرفين المتعاقدين قد حقق وفراً في تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

- بالنسبة للمستثمر الأمريكي يكون قد حقق مبلغ في تكلفة تدبير القرض بالين الياباني نسبته 0.375% وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق اليابانية 7.750% وتكلفة تدبيره نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالدولار الأمريكي ومبادلته بالين الياباني من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (7.250%) + (0.125% قيمة عمولة البنك) = 7.375% مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين الياباني عند إبرام عقد المبادلة  $0.375 = 7.375 - 7.750$ .

- وبالنسبة للمستثمر الياباني فقد حقق وفراً في تكلفة تدبير القرض بالدولار الأمريكي نسبته 0.375% وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7% وتكلفة تدبير نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالين الياباني ومبادلته بالدولار من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (6.500%) + (0.125% قيمة عمولة البنك) = 6.625% مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين عند عقد المبادلة  $0.375 = 6.625 - 7\%$ .

- (i) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة السابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 206.
- (ii) رسمية قرباص، أسواق رأس المال المؤسسة، دار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 11.
- (iii) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 97.
- (iv) أوليدة صافي و أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص: 32.
- (v) نفس المرجع السابق، ص: 202.
- (vi) نجلاء محمد إبراهيم بكر، أسواق المال وإدارة الاستثمار، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، مصر، 2012، ص: 35.
- (vii) أوليدة صافي و أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص: 36.
- (viii) أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية والتقديرية، دار المعز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص: 22.

## الفصل الثاني : سوق رأس المال والأدوات المالية المتداولة فيه مقاييس أسواق رأس المال السنة الدراسية 2021/2022 محاضرات على الخط في

- (ix) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 95.
- (x) صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، مرجع سبق ذكره، ص: 5.
- (xi) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998، ص: 7.
- (xii) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 82.
- (xiii) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، مرجع سبق ذكره، ص: 105.
- (xiv) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 92.
- (xv) سحر عباس حسنين، أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "الأردن حالة دراسية"، كمية الإدارة والاقتصاد، المجلد 6، العدد 3، مجلة جامعة كربلاء، العراق، 2008، ص: 26.
- (xvi) عديلة مريم، البورصة والأوراق المالية، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قلمة، 20015، ص: 32.
- (xvii) دريد، كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص: 411.
613. :William F. Sharpe and Gordon J. Alexander, **Investments**, Forth Ed. Prentice -Hall, 1990, p (1)
- (xviii) محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة تطبيقات عملية، مؤسسة الوراق للخدمات الحديثة، عمان، الأردن، 1998، ص: 175.
- (xix) نفس المرجع السابق، ص: 310.
- (xx) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 44.
- (xxi) عبد الكريم احمد قندوز، الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2008، ص: 128.
- (1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية : المفاهيم- إدارة المخاطر – المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص: 19-20.
- (1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية : المفاهيم- إدارة المخاطر – المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص: 61-62.
- (\*) لا يتضمن الالتزام المشار إليه الدفع الفوري لقيمة الصفقة، وإنما دفع مبلغ أولي لإثبات جدية التعاقد بأنها عملية شراء وبيع فعلية ونهائية وقانونية ولكنها مؤجلة التنفيذ الفعلي إلى موعد محدد في المستقبل.
- (xxii) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية : المفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص: 111.
- ) xxiii( Frederic Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Addison Wesley, Boston, 7 th edition, 2007, p:327.