

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أدرار

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

ترميز المداخلة: 04

الملتقى الوطني الثاني بعنوان:

**واقع الهندسة المالية وأفاق تطبيقها في الجزائر**

**- يومي 28 و 29 أكتوبر 2014 -**

المحور الثالث:

المشتقات المالية ونماذجها في ضوء الهندسة المالية

عنوان المداخلة:

**أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية**

أ. ياسمينة إبراهيم سالم

جامعة سطيف 1 (الجزائر)

البريد الإلكتروني: jasmenbrasal@yahoo.fr

أ. هاجر يحي

جامعة سطيف 1 (الجزائر)

البريد الإلكتروني: yahia.hadjer@yahoo.com

#### عنوان المداخلة: أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية

##### ملخص:

إن الواقع اليوم يثبت أن النمو والنجاح أصبح من نصيب الأسواق المالية التي عرفت كيف تقرأ خارطة الطريق وتحقق الريادة من خلال الاستثمار في إطار ما يسمى بالمشتقات المالية؛ حيث تحول مركز الثقل في الأسواق المالية من مجرد الارتكاز على الأدوات المالية البسيطة إلى الارتكاز بشكل كبير على الابتكار والإبداع لخلق منتجات مالية مستحدثة تغطي احتياجات المستثمرين. وأصبح موضوع المشتقات المالية يحتل حيزاً مهماً على صعيد الأسواق العالمية. وتنبع أهمية هذا الموضوع كونه يعد أداة تستخدم في أكثر من غرض فمن جانب يمكن استخدامها لغرض التحوط من تقلبات الأسعار وإدارة المخاطر ومن جانب آخر يمكن استخدامها لجني العوائد من خلال المضاربة إضافة إلى المراجعة بين الأسواق.

ترسخت أهمية استخدام المشتقات المالية بوصفها جانباً استثمارياً فعالاً في العقدين الأخيرين من القرن العشرين؛ إذ حظيت بقبول واسع وأصبحت من أهم المجالات الاستثمارية لجميع أنواع السلع والمعادن والأوراق المالية والتي يمكن تطبيق المشتقات المالية عليها؛ وانتشرت لتشمل حالياً بعض الدول العربية، كما أن باقي الدول العربية أولتها أهمية كبيرة وجانب معين من الدراسة والتقييم لإدخالها إلى السوق المالي.

من خلال هذه الورقة البحثية، سنحاول تسليط الضوء على تحديد مخاطر هذا النوع من الاستثمارات وأهميتها على مستوى السوق، مع عرض أهم الأنواع الأساسية لها، لتتحول في محور ثانٍ إلى بحث واقع وآفاق المشتقات المالية في بعض الأسواق العربية، وبعض التدابير المتخذة في هذا الإطار.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأسواق المالية العربية.

##### Abstract:

The reality today proves that the growth and success has become a share of the financial markets, which knew how to read the road map and check the lead by investing in the framework of the so-called derivatives; where the center of gravity in the financial markets turned from just basing on simple financial instruments to pivot heavily on innovation and creativity to create innovative financial products covering the needs of investors. And the subject of financial derivatives became to occupy an important place in terms of global markets. The importance of this subject stems from it is a tool being used in more than one purpose, it is the part that can be used for the purpose of hedging price fluctuations and risk management on the other hand can be used to reap returns through speculation in addition to the arbitrage between markets.

The importance of the use of financial derivatives has been established as an aside investment effective in the last two decades of the twentieth century; since gained wide acceptance and has become one of the most important areas of investment for all types of goods and metals, securities and which can be applied on by financial derivatives; they spread actually to include some Arab countries, and the rest of the Arab countries attached great importance and a particular aspect of the study and evaluation of the introduction to the financial market.

Through this paper, we will try to shed light on determining the risk of this type of investment and its importance at the level of the market, with the presentation of the most basic types of them, to turn in the axis of a second to examine the reality and the prospects for financial derivatives in some Arab markets, and some of the measures taken in this context.

شهد النظام المالي تطورا سريعا في الآونة الأخيرة بغية مجابهة التطورات الحالية ولتلبية احتياجات المتعاملين المالية، وعرفت الأسواق المالية الكثير من التطورات فيما يخص الابتكارات والإبداعات المالية التي أصبحت تمثل حيزا كبيرا منها، ولها أثر بالغ على أدائها ما جعلها تمثل مكسبا من جهة وخطرا محققا من جهة أخرى فيما يسمى الفقاعات المالية.

انتشر استخدام المشتقات المالية بشكل سريع بالدول المتقدمة على وجه الخصوص، ولاقت العديد من العراقيل بالدول النامية والدول العربية التي تتسم أسواقها المالية بالضعف وقلة الخبرات والمتخصصين في هذا الميدان؛ ومؤخرا انتشرت لتشمل حاليا بعض الدول العربية، كما أن باقي الدول العربية أولتها جانب معين من الدراسة والتقييم لإدخالها إلى سوقها المالي.

على هذا الأساس يمكن طرح التساؤل الموالي:

### ما أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية؟

وللإجابة على هذه الإشكالية، نحاول الإجابة عن التساؤلات الفرعية:

1. ما مفهوم المشتقات المالية وما أهميتها وأهم المخاطر التي تواجهها ومختلف أنواعها؟
2. ما مدى انتشار وحجم تداول هذه الأدوات في بعض الأسواق المالية العربية؟

يهدف بحثنا بالدرجة الأولى إلى فهم مختلف وأهم المشتقات المالية، وبحث مدى استخدامها وانتشارها بالدول العربية، ولتوضيح ذلك قسمنا البحث إلى محورين أساسيين كما يلي:

### المحور الأول: مدخل للتعريف بالمشتقات المالية

أولا: مفهوم المشتقات المالية

ثانيا: أسواق عقود المشتقات

ثالثا: المتدخلون في أسواق المشتقات المالية

رابعا: أهمية المشتقات المالية

خامسا: مخاطر المشتقات المالية

سادسا: الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية

## المحور الثاني: واقع المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية

أولاً: عالمية المشتقات المالية

ثانياً: خارطة الطريق لدول الخليج

ثالثاً: السوق المالي الكويتي

رابعاً: سوق الإمارات المالي

خامساً: السوق المالي السعودي

سادساً: السوق المالي المصري

## المحور الأول: مدخل للتعريف بالمشتقات المالية

تمثل الأدوات المالية المشتقة أحد أهم وأبرز الابتكارات المالية الحديثة، وهي عبارة عن عقود يتم اشتقاق قيمتها من قيمة أصول أخرى موضوع العقد، والتي تتنوع ما بين أسهم وسندات وسلع وغيرها.

### أولاً: مفهوم المشتقات المالية

هي "عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"<sup>1</sup>.

وقد عرف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"<sup>2</sup>.

وتتمثل أهم خصائص المشتقات المالية في كونها<sup>3</sup>:

- ✓ عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- ✓ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ صغير مقارنة بقيمة العقود؛
- ✓ تعتمد قيمة المكاسب أو الخسائر على الأصل المعني موضوع العقد (أي تشق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد).

### ثانياً: أسواق عقود المشتقات

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات، التي تكون إما أسواقاً منظمة أو غير منظمة على غرار أسواق المال للأدوات البسيطة كما يلي<sup>4</sup>:

**1. السوق المنظمة:** وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة، تتأسس على الأنظمة واللوائح والتشريعات التي تحكم تعاملاتها الصادرة عن الجهات الرسمية المختصة، بالشكل الذي يجعلها قادرة على تحقيق أهدافها في بيئة سوق المال، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يجوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل، إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود النمطية وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة، للإشارة فإنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من قبل متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من قبل هذه البورصة.

**2. السوق غير المنظمة:** على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، وتعد أكثر العمليات تأثيرا على النظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا توجد جهة أو هيئة مسؤولة عن تنظيم أعمالها ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا كالخيارات والمبادلات. العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلة حسب إرادة الطرفين المعنيين. ويعتبر ذلك ايجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق. يقتصر دور أعمال الوساطة في هذه الأسواق على التوفيق بين طرفي التعاقد في مقابل حصول الوسيط على عمولة دون أدنى مسؤولية عليه في حالة عدم التزام أحد طرفي العقد بنود التعاقد المتفق عليها، كما أن صفقات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد مخصص لهذا الغرض، ما يجعلها أسواقا غير مركزية<sup>5</sup>.

### ثالثا: المتدخلون في أسواق المشتقات

تتعدد الأطراف الداخلة في سوق المشتقات ولكن أهمهم<sup>6</sup>:

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

**2. المضاربون:** ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم. يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جداً، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جداً، إذا ما تحققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.

**3. مسيرو المحافظ:** مثل صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي... يدخل مسيرو المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفاتهم، فكلما كان للصندوق إمكانيات أكبر، كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضع العامة لهذه الأسواق، وعليه فإن الصندوق إذا اجتمع لديه رأس المال الضخم والقدرة على تقييم المخاطر سيكون لديه حظ كبير في الربح في النهاية.

### رابعاً: أهمية المشتقات المالية

للمشتقات المالية أهمية كبيرة للمستثمر، حيث تكسب المعاملات المالية مرونة أكبر من خلال<sup>7</sup>:

**1. التغطية ضد المخاطر (التحوط):** فعقد المشتقات المالية أداة جيدة للتغطية ضد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة ما يلي:

✓ مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية؛

✓ مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية؛

✓ مخاطر تقلب أسعار الفائدة؛

✓ مخاطر تقلب أسعار السلع.

وذلك عبر نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد.

**2. أداة للتنبؤ بالسعر المتوقع في البورصة الحاضرة:** تزود عقود المشتقات المالية المتعاملين بمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في البورصة الحاضرة في تاريخ التسليم، فهي أداة جيدة للتنبؤ بمستوى السعر.

**3. إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:** تتميز عقود المشتقات المالية بكون تكلفة الاستثمار فيها منخفضة جداً ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها، وهذا يتيح للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية.

**4. إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:** يدخل المضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش.

**5. تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:** يتميز التعامل في بورصات المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على البورصات الحاضرة أن تنافسها فيه، وهذا الانخفاض له أثره على سيولة البورصة؛ حيث تصبح أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل.

**6. سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:** نظرًا لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

**7. محاولة تحقيق سمة الكمال للبورصة:** يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة، وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه، فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات (تشكيلات) من عقود وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة، لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة.

### خامسًا: مخاطر المشتقات المالية

هناك مجموعة من المخاطر المحيطة بالتعامل بعقود المشتقات المالية والتي لا بد من أخذها بعين الاعتبار، وأهمها ما يلي<sup>8</sup>:

**1. مخاطر الائتمان:** هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن نكوث أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية.

**2. مخاطر السيولة:** هذه المخاطر تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق المالية محل التعاقد في موعدها، مما قد يضطره إلى الاقتراض أو تسييل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير، وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المالية المتعاقد عليها في موعدها، في هذه الحالة أيضًا قد يضطر إلى اقتراض الأوراق المالية محل التعاقد أو الدخول في عقد جديد.

**3. مخاطر الإحلال:** هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقًا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير، مع تحمله لخسائر جسيمة، والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة الحاضرة.

**4. المخاطر التشغيلية:** تنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء هذه العمليات بكفاءة عالية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في البورصة لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

**5. المخاطر القانونية:** ترجع هذه المخاطر إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونيًا في حالة عقود الخيارات، وبمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

**6. المخاطر السوقية:** كل تغير في حركة الأسعار في البورصة الحاضرة يقترن بتغير مماثل في بورصات عقود المشتقات المالية باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية البورصة، وهذا يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات.

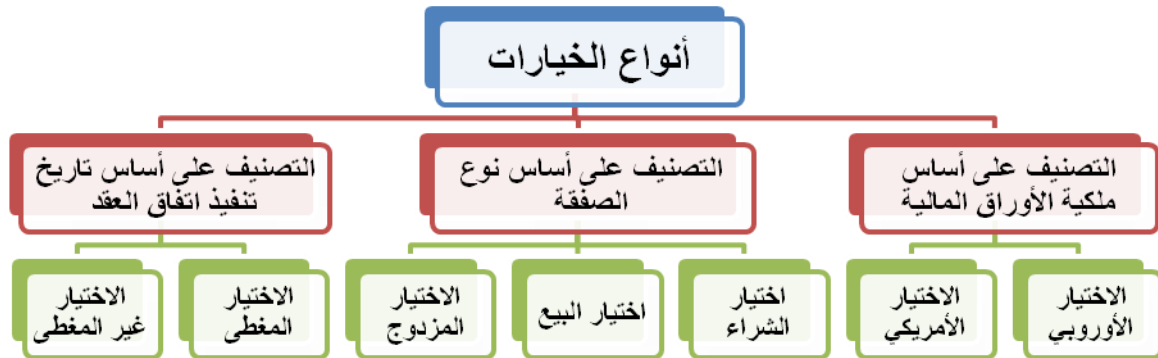
تتباين المخاطر التي تتعرض لها مختلف أنواع المشتقات المالية، فمنها ما تنطوي على مخاطر أعلى وفي المقابل على عائد أكبر.

### سادسا: الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية

لم تقتصر الأنواع على الأشكال الرئيسية ولكنها تعدتها إلى أنواع أخرى عبارة عن خليط بين الأنواع الأساسية أو مزيج بين أكثر من نوع، غير أنها لا تخرج عن المبادئ العامة للأنواع التالية:

#### 1. عقود الاختيار

عقود تعطي لحاملها الحق (الاختيار وليس الإلزام) في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، ونظرا لأن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذه من عدمه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق 'محرر الاختيار' مكافأة غير قابلة للرد (تسمى ثمن الخيار أو علاوة) تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزءا من قيمة العقد. وفيما يلي أهم التصنيفات المختلفة للاختيارات.



المصدر: لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 5.



### التقسيم الأول: حسب تاريخ تنفيذ العقد

يمكن التمييز بين نوعين هما<sup>9</sup>:

(أ) عقود الخيار الأمريكية: هو اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر، بسعر متفق عليه مقدماً، ويجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد في أي وقت يشاء خلال سريان العقد.

(ب) عقود الخيار الأوروبية: لا يختلف إلا في التنفيذ، وهي عبارة عن عقود لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد).

### التقسيم الثاني: حسب نوع الصفقة

ويتعدد بين الخيار الذي يعطي الحق في الشراء والخيار الذي يعطي الحق في البيع<sup>10</sup>:

(أ) خيار الشراء: وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري عدد معين من أصل معين أو لا يشتري. في هذه الحالة يعتمد المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلاً، إلى امتلاك خيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدماً.

(ب) خيار البيع: يتيح هذا النوع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها؛ فهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع.

(ج) الخيار المزدوج: وهو مزيج بين الخيارين السابقين.

### التقسيم الثالث: حسب ملكية الأوراق المالية

وهو صنفان<sup>11</sup>:

(أ) عقد خيار مغطى: وهو عبارة عن عقد يكون فيه البائع مالكاً للسهم (الأصل) موضوع العقد.

(ب) عقد خيار غير المغطى: وفي هذا النوع من العقود لا يمتلك البائع موضوع العقد، وفي حال التنفيذ سوف يضطر إلى شراء السهم من السوق لتسليمه للمشتري تنفيذاً لمتطلبات العقد.

### التقسيم الرابع: حسب الربحية

ووفقاً للتصنيف الأخير يوجد لدينا الخيار المربح والخيار غير المربح والخيار المتكافئ. ويمكن توضيح هذه

الأنواع من خلال الجدول التالي:

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	البيان
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	In -The- Money الخيار المربح
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	Out- Of -The -Money الخيار غير المربح
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	At-The -Money الخيار المتكافئ

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001 ص 46.

## مثال توضيحي<sup>12</sup>:

نفترض أن أحد المستثمرين قام بشراء عدد من الأسهم بسعر 5000 دج؛ حيث تشير التوقعات إلى أنه قد تحدث تغيرات على مستوى سعر السهم بالارتفاع أو بالانخفاض، ووفقاً لنصوص الاتفاق ينبغي على المستثمر أن يدفع 200 دج كمكافأة (علاوة) للطرف الآخر.

إن أقصى خسارة يمكن أن يتحملها هذا المستثمر هي قيمة العلاوة التي قام بتقديمها نظير شرائه لخيار الشراء أو البيع لهذه الأسهم، حيث يأمل مشتري خيار الشراء ارتفاع قيمة الأسهم بينما يأمل مشتري خيار البيع انخفاضها، ونفترض أن سعر السهم أصبح 4500 دج.

فيكون الربح أو الخسارة لصاحب خيار الشراء هو:

$$0-200 = -200 \text{ دج (لأن صاحب العقد له الخيار في عدم تنفيذه)}$$

ويكون الربح أو الخسارة لصاحب خيار البيع هو:

$$300 = 200 - 500 = -300 \text{ دج (سعر التنفيذ - السعر السوقي) - المكافأة}$$

## 2. العقود الآجلة

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق، وغالباً ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة<sup>13</sup>.

مثال<sup>14</sup>: دخل مستثمر في عقد آجل لشراء مليون أورو في 100 يوم بسعر صرف قدره 85,750 دج، إن هذا العقد سوف يلزم المشتري شراء مليون أورو نظير 85750000 دينار، فإذا ارتفع سعر الصرف الفوري إلى 85,800 مثلاً في نهاية 100 يوم سوف يكسب المستثمر 50000 دج، ويمكن تبين ذلك على النحو الآتي:

$$85750000 - 85800000 = \text{النتيجة}$$

### 3. العقود المستقبلية

هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد: نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ (السعر الواجب دفعه للأصل).  
للعقود المستقبلية تواريخ استحقاق موحدة، كما يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، ويتعامل كلا الطرفين من خلال مؤسسة تقاص، ولكلاهما الحق في بيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة العقد، ويقدم كلا الطرفين هامش مبدئي لضمان التزامهم، وكذلك هامش صيانة والذي له حد معين من الهامش المبدئي لا يجب أن ينزل عنه، ولكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة<sup>15</sup>.

مثال: عقد بهامش مبدئي 4000 دج، هامش صيانة يبلغ 3000 دج، تم الدخول في العقد في 2 جانفي وبسعر 40000 دج ويتم إنهاءه في 17 جانفي ب 38540 دج، وهذا مع افتراض عدم سحب الهامش.

#### طريقة عمل الهامش في عقد مستقبلي

اليوم	سعر العمليات الأجلة بالدولار	المكسب (الخسارة) اليومية بالدولار	المكسب (الخسارة) التراكمية بالدولار	رصيد حساب الهامش بالدولار	طلب تغطية الهامش بالدولار
	40000			4000	
2 جانفي	39400	(600)	(600)	3400	
3 جانفي	39220	(180)	(780)	3220	
4 جانفي	39640	420	(360)	3640	
5 جانفي	39420	(220)	(580)	3420	
6 جانفي	39340	(80)	(660)	3340	
10 جانفي	39080	(260)	(920)	3080	
14 جانفي	38660	(420)	(1340)	2660	1340
15 جانفي	38720	60	(1280)	4060	
16 جانفي	38360	(360)	(1640)	3700	
17 جانفي	38540	180	(1640)	3880	

المصدر: لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، ورقة مقدمة في المنتدى العلمي الدولي بعنوان:

الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 7.

وفيما يلي جدول بأهم الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ( عن طريق التفاوض)	نمطية وتتداول في سوق منظمة هي البورصة
السعر المحدد في العقد	يظل ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية المدة	يتغير أو يعدل بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد
تسليم الأصل	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	عادة لا يتم إنهاؤه بتسليم الأصل
تسوية المكاسب والخسائر	لا توجد متطلبات للهامش المبدئي نظرا لعدم مراقبة التحركات السوقية بصورة دورية	مع كل تغير في السعر يحقق أحد الطرفين مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى
ضمانات تنفيذ التزامات العقد	<input type="checkbox"/> نوايا أطراف العقد وملاءتهم <input type="checkbox"/> عادة تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها <input type="checkbox"/> لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهم	غرفة المقاصة أو التسوية هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتر في أي عقد تكون غرفة المقاصة هي البائع له والعكس
المزايا	<input type="checkbox"/> مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد <input type="checkbox"/> سهولة الاستخدام	<input type="checkbox"/> مخاطر ائتمان أقل من العقد الآجل <input type="checkbox"/> أكثر سهولة فأى طرف يرغب في تصفية موقفه يستطيع ذلك
العيوب	<input type="checkbox"/> تعرض الأطراف إلى مخاطر الائتمان <input type="checkbox"/> أقل سيولة (صعوبة إحلال طرف ثالث محل أحد الطرفين)	لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة

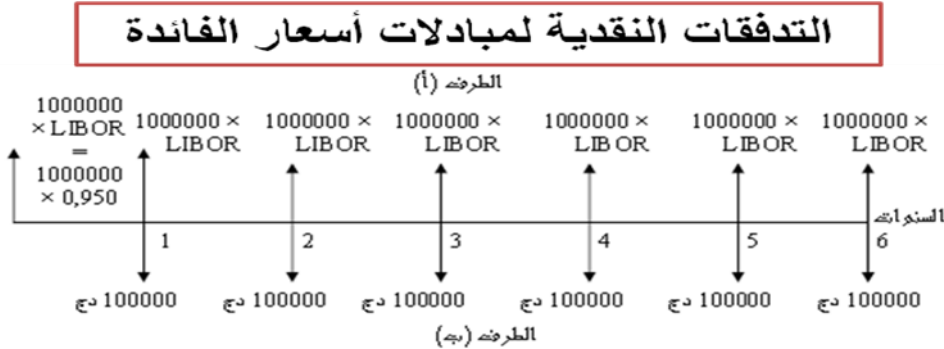
#### 4. عقود المبادلات

أو المقايضات **SWAPS** عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، ويمكن أن يدفع الطرف الأول معدل فائدة ثابت أو متغير لمبلغ معين مقابل حصوله على معدل فائدة ثابت أو متغير لما يعادل ذلك المبلغ بنفس العملة أو بخلافها، أي 4 حالات ممكنة<sup>16</sup>.

الأنواع: هناك نوع شائع لعقود المبادلة هو مبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملات<sup>17</sup>:

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة: هي عملية تتم بين طرفين لمبادلة فائدة محسوبة بتطبيق معدلات ثابتة (أو متغيرة)، بفائدة أخرى محددة مسبقا.

مثال: عقد مبادلة يغطي 6 سنوات ويتضمن مدفوعات سنوية على مبلغ قدره 1 مليون دج كأصل اعتباري لحساب مقدار الفوائد فقط، حيث يدخل طرف العقد (أ) في عقد المبادلة كطرف يدفع فائدة ثابتة بنسبة 10% للطرف الآخر، وفي المقابل فإن الطرف (ب) يتسلم الفائدة الثابتة مقابل موافقته على دفع معدل فائدة متغير أو عائم وذلك للطرف (أ)، ونفرض أن **LIBOR** يساوي 9,5% في السنة الأولى، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

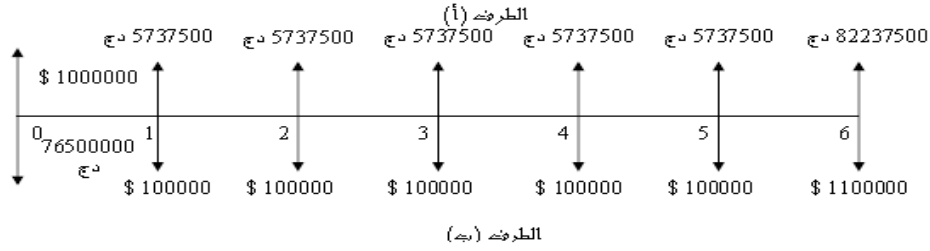


المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-الحاسبة)، الدار الجامعية، 2001، ص .

ب- عقود مبادلة أسعار الصرف: وهي عملية يتم خلالها تبادل عملات بمعدلات فائدة ثابتة أو متغيرة بين أطراف العقد، مع إرجاع المبالغ المدفوعة في النهاية (تبادل حقيقي).

مثال: كمثال لمبادلة عمليتين بمعدل ثابت مقابل معدل ثابت، نفترض أن سعر الصرف الفوري هو 76,5 دينار لكل دولار، وبفرض أن سعر الفائدة في الجزائر هو 7,5%، وفي الولايات المتحدة الأمريكية هو 10%، وأن الطرف (أ) يملك 76,5 مليون دينار يرغب بمبادلتها بالدولار ويوجد طرف (ب) يملك 1 مليون دولار ويرغب في مبادلتها بالدينار، كما نفترض أيضا أن مدة العقد هي 6 سنوات، والشكل الموالي يوضح موقف الطرفين.

### التدفقات النقدية لمبادلات أسعار الصرف



المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-الحاسبة)، الدار الجامعية، 2001، ص .

### أنواع أخرى للمشتقات

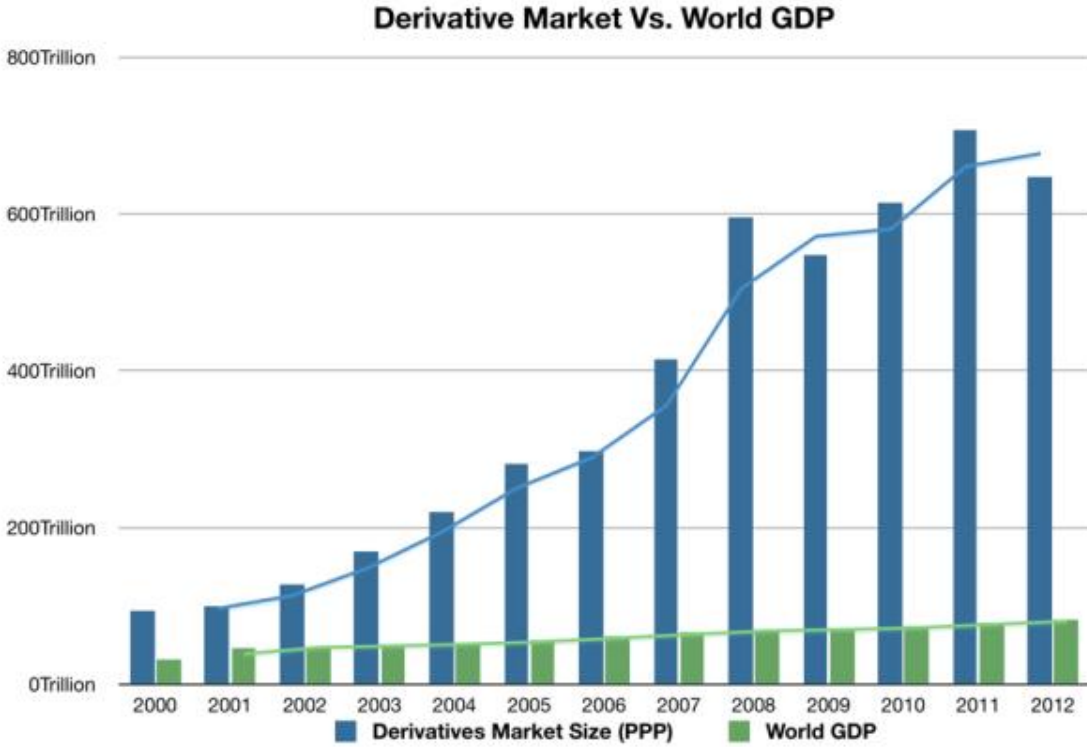
- توجد أنواع أخرى من المشتقات تمثل تركيباً لنوعين أو أكثر من المشتقات الأساسية نذكر من بينها<sup>18</sup> :
  - الخيار المستقبلي **Future Option**: عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد؛
  - خيار العقد الآجل **Forward Option**: خيار شراء أو بيع عقد آجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد؛
  - المبادلة الاختيارية **Swaption**: عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل؛
  - السقف **Caps**: التزام تعاقدية بين طرفين هما المشتري والبائع، حيث يوافق بموجبه البائع مقابل علاوة لسقف معين، على إعادة أي مبالغ إلى المشتري والتي تفوق تكلفة الفائدة المتفق عليها بسعر محدد؛
  - القواعد والأرضيات **Floors**: هي معكوس السقف؛ إذ أن بائع القاعدة يتسلم علاوة محددة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروقات بين أسعار الفائدة الفعلية وتلك المتفق عليها، إذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوى معين؛
  - السقف والقاعدة **Collar**: هي مزيج بين السقف والقواعد التي يتم من خلاله تحديد حدود عليا وحدود دنيا للخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار الفوائد؛
  - مشتقات رأس مال المخاطر **Derivatives Of Risk Capital**: يرتبط هذا النوع بشراء المنشآت؛ حيث يتم من خلاله الدخول في شراء شركة تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، ووفقاً لهذا النوع يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء الشركات، ليتحقق نوع من التحفيز على تحسين الأداء لتصبح الشركة ناجحة.

## أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية

لا زالت الدول العربية بعيدة كل البعد عن ما حققته الدول المتقدمة في هذا المجال، غير أن عددا منها اتخذت التدابير اللازمة لحوض مثل هذه التجربة أي استخدام المشتقات المالية في سوقها المالي وعدد منها اتخذت خطة إستراتيجية معينة لولوج هذا المجال.

### أولا: عالمية المشتقات المالية

تقدر القيمة الإجمالية لعقود المشتقات المالية عبر العالم ما يفوق 700 تريليون دولار، أو ما يزيد عن عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي في العالم، وذلك عام 2011، ووفقا لهذه التقديرات فإن نصيب كل فرد يعيش في العالم من السبعة مليار نسمة الذين يعيشون حاليا في العالم من إجمالي هذه المشتقات حوالي 100 ألف دولار، وهو رقم ضخم جدا، ومصدر كامن لعدم الاستقرار المالي في العالم. وفيما يلي مخطط لتطور حجم المشتقات المالية مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي.



المصدر: Stig Dragholm, New World Order – of darkness of the World Elite (part III), in site page: <http://t3.gstatic.com/images?q=tbn:ANd9GcSBasP5x7COazzhcI0BbpcCeWCvLraK9NQLmfazwcXpcPc4qHme>

من الشكل السابق نلاحظ تأثير الأزمة المالية العالمية على حجم المشتقات المالية؛ حيث تراجع خلال سنتي 2009 و2010 إلى ما دون 600 تريليون دولار، غير أنها استرجعت ثقة المستثمرين بمرور الوقت وارتفعت لتفوق 700 تريليون دولار خلال سنة 2011.

ثانياً: خارطة الطريق لدول الخليج

يقترح تقرير "المركز" خطة العمل التالية لتقوم الجهات الرقابية في دول مجلس التعاون الخليجي بتطبيقها<sup>19</sup>:

❖ إنشاء بورصة للمشتقات المالية: يمكن للمشتقات المالية المتداولة في البورصة أن تشكل أرضية متينة لتوسيع نطاق تداول هذه الأدوات بدلاً من اقتصره على العقود المتداولة خارج البورصة؛

❖ إعداد مسودة إطار رقابي: إن أسواق رأس المال الخليجية ليست أسواق ناشئة (من وجهة نظر القوة الاقتصادية) ولا أسواق متقدمة (من وجهة نظر هيكل مكونات السوق)، ومن ثم فإن الأمر يستدعي إنشاء لجنة مكونة من أعضاء على درجة عالية من الخبرة والمؤهلات وممن يعملون في مختلف المؤسسات المالية، لتقوم هذه اللجنة بتصميم إطار رقابي يحكم تداول المشتقات المالية؛

❖ طرح المشتقات المالية لمؤشرات الأسهم: مشتقات الأسهم هي أكثر أنواع المشتقات شيوعاً في مختلف أنحاء العالم، وخصوصاً العقود المالية المستقبلية لمؤشرات الأسهم، ويليهما في الانتشار خيارات مؤشر الأسهم ثم خيارات أسهم محددة.

❖ طرح خدمة البيع على المكشوف: إن بالإمكان تعزيز كفاءة السوق إلى حد كبير من خلال طرح خدمة البيع على المكشوف، حيث يمكن، وبنفس الطريقة التي تطبق فيها متطلبات الهامش على عمليات الشراء، تطبيق قيود رقابية مشابهة لمنع سوء استخدام هذه الأداة الهامة؛

❖ طرح مؤشرات مشتقات الأسهم: مع وجود مشتقات أسهم مستندة إلى مؤشرات تتمتع بقدر جيد من الاستقرار، يصبح بالإمكان احتواء المخاطر التي تنطوي عليها مشتقات الأسهم المستندة إلى أسهم معينة.

إن أياً من الأسواق الخليجية، باستثناء سوق الكويت، لم يتخذ أياً من الخطوات المقترحة أعلاه، وحتى بالنسبة للكويت، فإن طرح المشتقات المالية على شكل خيارات شراء لم يتقيد بالآلية المنظمة التي تم شرحها أعلاه، حيث مازالت هناك ثغرات يجب معالجتها.

ثالثاً: السوق المالي الكويتي



يعرض السوق الآجل عقوداً لفترات تتراوح ما بين 3، 6، 9 و12 شهراً. ويعمل هذا السوق بعد إقفال جلسة التداول الفوري (أي ما بين الساعة 12:45 بعد الظهر و1:15 بعد الظهر)، وهو مناسب جداً لمناخ التداول في سوق الكويت للأوراق المالية؛ حيث يشتري معظم المضاربين عقوداً آجلة لتحقيق سيولة مالية، فإذا ما حققوا أرباحاً من مراكز التعامل هذه، قاموا ببيع الأسهم في السوق الفوري، ومن ثم يسددون رصيد الدفعة المتبقية من قيمة العقد قبل تاريخ استحقاق العقد.

واستناداً إلى البيانات التاريخية وإلى أجواء التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، فإن نسبة تتراوح ما بين 75% - 85% من المستثمرين يقومون بمقابلة/ تسوية قيمة عقودهم قبل تاريخ استحقاقها في السوق الفوري.

أما سوق العقود المالية المستقبلية (سوق المستقبلية) فهو يعمل بطريقة مشابهة تماماً لطريقة عمل السوق الآجل، فيما عدا أن سوق العقود المالية المستقبلية يعمل خلال فترة التداول الفورية (من الساعة 9:30 صباحاً إلى 12:15 بعد الظهر). وعلى عكس سوق الخيارات الذي يوجد فيه صانع سوق واحد فقط (أي المركز)، فإن سوق العقود المالية المستقبلية والسوق الآجل يتمتعان بميزة وجود الكثير من اللاعبين<sup>20</sup>.

مازال "المركز" الصانع الوحيد لسوق المشتقات في الكويت منذ عام 2005، وهو ما يعكس اهتمام الشركة بأهمية وجود سوق مشتقات متطور، ويسعى "المركز" لتحقيق هذا الهدف من خلال توظيف المستوى الرفيع من المهارات والخبرات والموارد التي يمتلكها.

في 2011، استكمل فريق المشتقات المالية مراحل التطوير والاختبار لبرنامج سيقوم بربط "نظام فرصة لتداول الخيارات" مع نظام التداول الجديد "ناسداك أو أم اكس" في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد تقرر ادخال المعاملات بالمشتقات المالية بعد تطبيق البنية الاستراتيجية الجديدة التي تبني على تكنولوجيا اتصالات متطورة جداً، ليكون ذلك في نهاية هذا العام (2014).

### رابعاً: سوق الإمارات المالي

ارتفع إجمالي عدد عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها خلال شهر فبراير 2010 بنسبة 29% إلى 8120 عقداً، من 6290 عقداً سجلت في يناير 2010، في حين تم تداول 386 عقداً خلال شهر فبراير 2009، ووصل إجمالي عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها منذ إطلاق ناسداك دبي لسوق مشتقات الأسهم في نوفمبر 2008 إلى 139,422 عقداً.

يضم سوق المشتقات في بورصة ناسداك دبي عقوداً آجلة مدرجة على أسهم 21 شركة تعمل في دولة الإمارات العربية المتحدة، وعلى مؤشر فوتسي ناسداك دبي الإمارات 20. وقد تم تصميم هذه المشتقات كأدوات تحوط وآليات استثمار للمستثمرين من دول مجلس التعاون الخليجي والعالم<sup>21</sup>.

### خامساً: السوق المالي السعودي

أشار تقرير هيئة السوق المالية السعودية إلى أن الهيئة تجري دراسة لإدخال منتجات جديدة إلى سوق المال المحلية من بينها المشتقات المالية والبيع على المكشوف وعقود الخيارات على أن تكون هذه الدراسة متأنية والتطبيق سيأخذ وقتاً بناءً على معطيات الدراسة.

وبشكل عام يجب أن تتوفر مجموعة من القواعد التنفيذية التنظيمية والفنية التي تحكم تعاملات هذه الأدوات في بيئة سوق الأوراق المالية، هذه القواعد يمكن تقسيمها في شكل أطر فرعية تتمثل في الإطار التنظيمي والإطار الفني، ويحكم الإطار التنظيمي مجموعة من اللوائح والضوابط والأنظمة والتشريعات التي تحكم آلية استخدام هذه العقود والإشراف على تعاملاتها وتنفيذها من ناحية والرقابة على تداولاتها في السوق من ناحية أخرى. ويتمثل الإطار الفني في مجموعة من القواعد التي تتمثل في الجوانب اللازمة لتأهيل وتدريب المتعاملين من السماسرة والوسطاء العاملين في السوق على كيفية التعامل من خلال المشتقات المالية<sup>22</sup>.

### سادساً: السوق المالي المصري

جاء توقيع البورصة المصرية اتفاقاً مع بورصة نيويورك لإطلاق وتداول العقود المستقبلية، وعدد آخر من المشتقات المالية، ووفقاً لهذا الاتفاق تبدأ البورصة المصرية اتخاذ سلسلة من الترتيبات والإجراءات القانونية والتقنية، تمهيداً لتنفيذه مستقبلاً.

ويتضمن الاتفاق السماح، لأول مرة، بطرح منتجات مالية جديدة مستندة إلى المؤشر الرئيسي للبورصة، وهو مؤشر "إيجي إكس 30"، وتشمل هذه المنتجات عدداً كبيراً من المشتقات وخيارات البيع والعقود المستقبلية، مما يعني توسيع السوق، ودخول مستثمرين جدد ممن يجيدون التعامل في هذه المشتقات.

وجاء اختيار هذا التوقيت لتوقيع الاتفاقية، من أجل تعزيز الثقة بالسوق المصرية، وقدرة الاقتصاد الكلي على التعافي مستقبلاً في حالة حدوث تقدم ملموس على صعيد الاستقرار السياسي والأمني بالبلاد، بهدف تعزيز جاذبية وتنافسية هذه البورصة، مقارنة بأسواق المال في منطقة الشرق الأوسط<sup>23</sup>.

### خلاصة القول

البورصات التي تستخدم مثل هذه الأدوات المشتقة في أسواقها المالية تعتمد على فكر منظم لإدارة السوق ومتعاملين على درجة عالية من الحرفية، إضافة إلى توافر العدد الكافي من الخبرات الفنية المؤهلة تأهيلاً مناسباً والنظم الإلكترونية الحديثة وذلك لمواجهة التعقيد الشديد الذي ينطوي عليه التعامل في هذه الأدوات، خاصة أنها تتميز بسهولة الاستثمار فيها كونها لا تتطلب في تاريخ نشأتها أي استثمارات مبدئية وقد تتطلب في بعض الأحيان تكلفة استثمار مبدئية ضئيلة، وبالتبعية الحاجة إلى الكفاءة والمهارة العالية للتعامل مع مثل هذه الأدوات المالية شديدة التعقيد وعالية المخاطر في الوقت نفسه متى ما استخدمت بشكل خاطئ وفي غير الأغراض التي نشأت من أجلها أيضاً.... وأخيراً فالمشكلة ليست في المشتقات المالية بقدر ما هي في سوء استخدامها وإدارة أدواتها.

## أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية

لقد آن الأوان لتتجه الدول العربية والإسلامية إلى منحى جديد، يبتعد كل البعد عن التقليد واستخدام المشتقات المالية الغربية، ويتجه نحو البحث عن أدوات مالية تخدم المستثمر العربي وتلبي احتياجاته بدراسة السوق وتحديد إستراتيجية معينة لتطوير الأسواق المالية العربية، قبل التعرض لأدوات الهندسة المالية، وهذا بهدف بناء بنية قوية وقاعدة متطورة تتضمن استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال والبرامج المتطورة في هذا المجال، واعتماد برامج التدريب والتعليم لهذا الجانب، دون إهمال الجوانب التشريعية التي تعد ضعيفة ومليئة بالثغرات القانونية، بهدف البحث عن نقاط القوة من الداخل، ومحاربة نقاط الضعف، خاصة وأن المشتقات المالية بقدر ما هي مكسب تعد خطرا كامنا، بالنظر إلى تضخمها مقارنة بالنتائج الحقيقي.

تعد الهندسة المالية الإسلامية كذلك مجالا مفتوحا ومشروعا قابلا للتطوير، ولا بد من خوضه من قبل الدول الإسلامية ليكون لها السبق في هذا الميدان قبل أن تخوضه وتقتنع به الدول الغربية، التي باتت تترصد بأهم المجالات الاقتصادية التي بث فيها الإسلام وتعرض للبدائل والحلول التي تضمن العدالة الاجتماعية والاقتصادية للمتعاملين الماليين.

الهوامش والمراجع:

- <sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان الأردن، 2008، ص 57.
- <sup>2</sup> بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20 و21 أكتوبر 2009، ص 4.
- <sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 7.
- <sup>4</sup> سحنون محمود ومحسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، بحث مقدم في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20 و21 أكتوبر 2009، ص 4.
- <sup>5</sup> حسين العطاس، أسواق المال السعودية: العقود المستقبلية والمشتقات وسوق الأوراق المالية، في الموقع الإلكتروني: [http://www.aleqt.com/2009/08/22/article\\_265314.html](http://www.aleqt.com/2009/08/22/article_265314.html)
- <sup>6</sup> سحنون محمود ومحسن سميرة، مرجع سابق، ص 4.
- <sup>7</sup> خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، فلسطين، 2006، ص 131-133.
- <sup>8</sup> انظر: بزاز حليلة وهدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، في الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/?s=%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%AA%D9%82%D8%A7%D8%AA>؛ خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص 134، 133.
- <sup>9</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، 2006، ص 58.
- <sup>10</sup> المرجع السابق، ص 59.
- <sup>11</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 45.
- <sup>12</sup> بالاعتماد على: لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 5.
- <sup>13</sup> المرجع السابق، ص 12.
- <sup>14</sup> بالاعتماد على طارق عبد العال حماد، ص 15.
- <sup>15</sup> لحسن دردوري، مرجع سابق، ص 6.
- <sup>16</sup> المرجع السابق، ص 8.
- <sup>17</sup> المصدر نفسه.
- <sup>18</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 100-103.
- <sup>19</sup> سوق المشتقات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي تحويل سوق يركز على الشراء إلى سوق للبيع على المكشوف، في الموقع الإلكتروني: <http://www.ameinfo.com/ar-71610-more3>
- <sup>20</sup> المصدر نفسه.
- <sup>21</sup> البيان الاقتصادي، 61% ارتفاع حجم تداول الأسهم في ناسداك دبي خلال فبراير، في الموقع الإلكتروني: <http://www.albayan.ae/economy/1265974950134-2010-03-15-1.229029>

<sup>22</sup> حسين العطاس، المشتقات المالية تدق أبواب سوق المال.. فلندرب الوسطاء، في الموقع الإلكتروني:  
[http://www.aleqt.com/2009/05/16/article\\_229005.html](http://www.aleqt.com/2009/05/16/article_229005.html)

<sup>23</sup> العربية، إجراءات جديدة بالبورصة المصرية للانفتاح على الأسواق المالية، في الموقع الإلكتروني:  
<http://www.alarabiya.net/articles/2013/02/03/264072.html>